

我が国の企業年金におけるESGの取組みと課題



公益財団法人年金シニアプラン総合研究機構 特任研究員 三木 隆二郎

～要旨～

近年、ESG投資が注目されている。その背景には、地球温暖化によって経済活動が地球の環境容量を超えつつあり、このままでは社会の持続可能性がどんどん低くなるのではないかと、という危機感がある。この環境問題の他にも人権などの社会問題、更には企業経営のガバナンスに起因する不祥事なども頻発している。そこで年金による投資によって、これらの環境・社会・ガバナンスの問題が悪化するのを何とか食い止められないか、という期待があるといえよう。

このESG投資について我が国の公的年金では積極的に投資残高を積み上げているが、民間の国内の企業年金では一部を除いて動きが鈍い。

しかし海外の年金基金の中にはESG投資の発展形としてのインパクト投資に取り組む事例も出てきている。近い将来、我が国の企業年金でもインパクト投資がその確定拠出年金の運用商品に入ってくれば、個人投資家が、社会に良いインパクトを残すような投資を選ぶ日も来よう。

キーワード：企業年金、ESG投資、PRI、スチュワードシップ、サステナブル投資、インパクト投資

1 ESG投資がなぜ注目されるか？

(1) ESG投資とは

「環境(E)、社会(S)、ガバナンス(G)の課題を投資運用の意思決定の判断材料としてその分析に体系的に組み込んで行う運用」をESG投資という。この定義は責任投資原則(Principles for Responsible Investment)に列挙された6原則の第1条にある。責任投資原則とは国連がその策定に深く関わり、国連事務総長が議論をリードして、欧米機関投資家が署名することで2006年に公表されたものである。

その原則では投資家に対してESG投資を積極的に推進することを単に求めるだけでなく、被投資先企業に対しても、ESG課題に関する情報開示を進めるように求めている。それを受けて、企業の中には新たに「統合報告書」を作って、投資家が経年比較・業界内横断比較できるデータでCO₂削減成果を開示するところも出てきている。また投資家の中にはそのような情報を利用し、ESG評価会社のデータを使って、運用残高の中でCO₂がどの程度含まれているかを算出するところも出てきている。

責任投資原則の6原則

1. ESG（環境、社会、コーポレートガバナンス）課題を投資の意思決定と分析に組込む
2. 積極的な株主になり、ESG 課題を株主としての方針と活動に組込む
3. 投資先企業による ESG 課題に関する適切な情報開示を求める
4. 投資業界がこれらの原則を受け入れ、実践するよう促す
5. これらの原則の実施に当たって、効果が高まるよう相互に協力する
6. これらの原則の実施に関する活動と進捗について報告する

（出所）水口剛『ESG 投資』 p.16

この責任投資原則に署名する機関は、会費を支払いその資金で事務局が維持されている。現在は PRI といえば、国連から自立したこの会員組織を意味している。

(2) ESG 投資残高の伸び

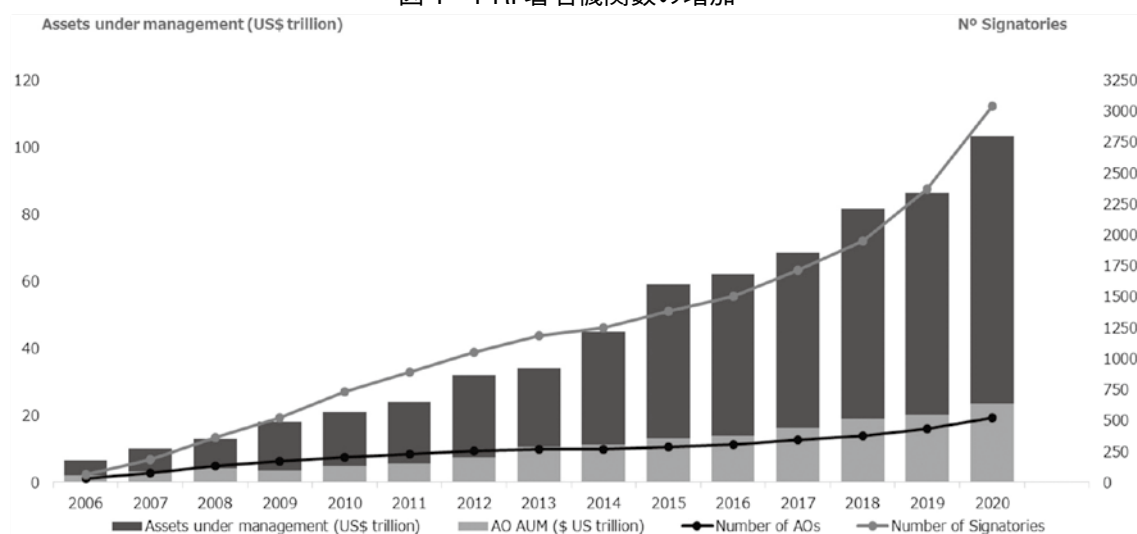
図1に見る通り毎年数多くの機関投資家がPRIに署名し、現在では世界で3000を超える機関となったが、3年前の数字と比べると1.8倍もの急激な伸びを示している。署名機関の運用資産総額は100兆ドルに達しているが、Global Sustainable Investment Allianceのデータによるとその内2017年末の世界全体のESG投資残高は31兆ドルと約3割がESG投資となっている¹⁾。

(3) なぜ ESG 投資を行うのか？

ESG投資が注目される背景にあるのは、気候変動リスクが近年世界的に顕在化されていることである。我が国でも梅雨の時期の豪雨や秋の台風による水害などによって大きな経済的損失を被っている。「国連等によると、過去20年間（1998～2017年）に自然災害によって発生した世界の経済損失額は約2.9兆ドル²⁾と推計されている。その前の20年間に比し、気候変動による損失額は大幅に増加しており、そのことで企業が抱える気候変動リスクが財務にもたらす影響も巨額に上っているとされている。

こうした気候変動リスクの増加に対して特に欧州では、環境NGOなどが金融機関や機関投資

図1 PRI 署名機関数の増加



（出所）日本CFA協会連続講座「資本市場から見たインパクト投資」 p.9より

家に対して温室効果ガス排出量の大きな投資からの撤退を求めたり、温室効果ガス排出量の大きな事業に関わっている企業名を公表するケースも出てきており、欧州の公的年金や企業年金からの委託を受ける機関投資家の中には、最終受益者である年金の加入者や受給者の要望を踏まえて、気候変動リスクを勘案した投資に切り替える動きが出ているのである。

ESG投資で環境、社会やガバナンスに配慮した投資をすると「利益を犠牲にした投資」と捉えられることがあるが、それはむしろ逆である。ESG要因に配慮した投資をすることは、環境問題に対する規制リスクや、投資先企業が自分さえ儲ければよい、という行動に走った場合に被る風評リスク、更には社長のワンマン経営で機能しない取締役会のガバナンス上のリスクを見逃すことを防ぐのである。またESG要因が、新たなビジネスチャンスをもたらすという可能性に目を向けることにもつながる。しかし機関投資家の中には、ESG投資をすればすぐに投資リターンが上がるという確信を持たないところもある。

(4) なぜ GPIF は ESG 投資を始めたのか？

このように機関投資家の中で意見が分かれる中で、世界最大の年金である年金積立金管理運用独立行政法人（以下、GPIF）が2015年に責任投資原則に署名したことはESG投資が日本で一気に普及する大きな契機となった。というのもGPIF自体の資産残高が約162兆円³⁾と、世界最大の機関投資家であるだけでなく、運用委託先にもPRI原則の遵守を求めることにより、大手資産運用会社がこぞって署名したからである。我が国のESG投資残高も2019年時点で336兆円と前年に比し1.45倍になり、伸び率は非常に大きい。またアンケート集計機関の運用資産残高合

計の比率も、55.9%と過半を占めている⁴⁾。

ではなぜGPIFがそれまでまだ我が国の機関投資家の間で評価の分かれるESG投資に積極的に取り組むことを表明し、率先してPRI署名に踏み切ったのであろうか。署名に際して出したプレスリリースを見ると「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、この『被保険者のために中長期的な投資リターンの拡大を図る』ための基礎となる『企業価値の向上や持続的成長』に資するものと考え⁵⁾。」とある。

ここで注目すべきは「中長期的」という言葉である。つまり短期的にESGを考慮したからと言って、すぐ投資リターンが向上するとは限らない。しかしGPIFのようにその投資期間が100年間と超長期の巨大年金であれば、短期の変動で投資リターンが上下することに一喜一憂する必要もない。この点、我々国民としても、GPIFの「四半期」での投資リターンがコロナ禍で「GPIF：運用益12兆円超と過去最高」⁶⁾などと報道している新聞の見出しに踊らされることなく、冷静にGPIFの投資期間に思いを巡らせるべきである。

最も大事な点は、被保険者のために「中長期的」には「投資リターン拡大」を図ることに資するからESG投資に取り組む、という論理構成を取っていることである。つまりGPIFのような年金基金は、その加入者・受給者からなる被保険者に対して「受託者責任」を負っている。受託者責任というのは難しい言葉だが「資産運用に携わる年金基金が、年金を受け取る人の利益に反する取引を行わず、その人の利益のためだけに仕事をする」という意味合いである。この言葉は、投信販売会社が「顧客本位の販売商品の選定」をして販売するのではなく、「自分たちに入る手数料が高い投信を販売する」というよう

な場合にも「受託者責任を果たしていない」というような言い方で使われる。

つまり、この受託者責任を文字通り果たすためには、加入者・受給者の利益に反する行動をしてはならないので、もし ESG 投資が利益を生まないならばそのような投資をすることは受託者責任に反することになるということである。

受託者責任と ESG 投資の関係については英米ではここ数年間、議論が活発に行われてきた。その趣旨は、「ESG 要因が投資の経済的価値を左右する場合、現在は非財務情報であっても将来の財務状況に影響を及ぼすのであれば、ESG 要因を考慮することがむしろ受託者責任と考えられる」というものであった。

責任投資原則をまとめた PRI が 2015 年に公表した“Fiduciary Duty in the 21st Century”（『21 世紀の受託者責任』）においてはさらに踏み込み、「重要な ESG 課題を考慮しないことは受託者責任違反になる」という見解を打ち出し、それが大きな転換点となって一気に潮目が変わり、図 1 で見ても PRI 署名機関数とその ESG 投資残高が 2015 年を境に急激に増え、今や、ESG 投資は世界では主流となってきていることがわかる。

GPIF は巨大資金を運用しているので、否が応でも株式市場全体に投資する投資家となっている。つまり上場銘柄すべてに投資しているので、たとえばある企業が気候変動問題に配慮せず、自社の利益だけを追求して公害を垂れ流しているような場合、社会経済に負の影響をもたらすことで他の多くの投資家が不利益を被る可能性があり、それがひいては市場全体の投資リターンの足を引っ張ることにつながりかねない。その場合、GPIF に出来ることは、すべての投資において ESG 要因を考慮に入れた投資をするよう外部の運用委託先に求めることである。そ

れが GPIF にとって ESG 投資を行うもう一つの理由になっている。

GPIF が ESG 投資をしようにも、法律で自ら運用することは禁止されているので、外部の運用委託先に実際の投資は任さなくてはならない。その場合に ESG 投資を推進する手段は二つある。一つが ESG 指数を作って、運用委託先にその指数と競うような運用をするよう指示することである。またもう一つは、その運用の約 9 割がパッシブ運用といって市場全体を買うような運用手法になっているが、その運用委託先に対して「明示的な論点を設定し、達成すべき目標を定めて建設的な対話を行う」よう指示することである。

(5) ESG 指数と建設的な対話

2017 年 7 月に GPIF は日本株の ESG 指数を三種類選定し、同指数に連動した 1 兆円規模のパッシブ運用を始めると発表した。その結果選定されたのは 2 種類の「総合型」と 1 種類の「テーマ型：日本株女性活躍指数」であった。そのプレスリリースを見ると公開情報に基づくポジティブ評価を基本にし、日本の株式市場全体を底上げすることを目指していることが見てとれる。しかし真の狙いは、ESG 指数を作ることによって、そこに組込んでもらうことで投資家にアピールしたいという企業が ESG 評価を高める努力をすることが期待されている。それが結果的に ESG 関連の情報開示を進めることにつながるからである。

建設的な対話については、GPIF はパッシブ運用を委託している資産運用会社に対しても、行うように強く要請している。なぜなら GPIF にとり ESG リスクを避ける手段はパッシブ運用をする以上、売却による除外という手段をとりえないからである。GPIF が受託者責任を果たしてい

ると加入者・受給者に証明するためには、ESG リスクのある企業に働きかける建設的な対話をしていると言えないと、問題企業の株式を保有し続けなければいけなくなり、真の受益者利益を考えていないというそしりを受けかねないからである。ここでいう建設的な対話とは中長期的な投資期間を前提とした企業経営の改善を促す対話であって、短期的な利益を狙って株主還元を求めるいわゆるアクティビストとは区別して考えられなければならない。

建設的な対話にスポットライトが当たってきた背景には2017年5月に改訂されたスチュワードシップ・コードで「必要に応じ、ほかの機関投資家と協働して対話を行うことが有益」との指針が新たに盛り込まれたという事情がある。

2 スチュワードシップ・コードと企業年金

(1) スチュワードシップ・コードとは

スチュワードシップ・コードとは、2008年のリーマン・ショックの真因は投資先企業に対する監視や対話が不十分であったとの反省から、2010年にイギリスで初めて定められたもので、機関投資家が受託者責任を果たすために、「対話により投資先企業の中長期的な成長を促すなど、機関投資家に求められる行動規範」である。日本ではこれを参考に、金融庁により2014年(平成26)に日本版スチュワードシップ・コード(「責任ある機関投資家」の諸原則)が制定・公表された。

先に触れた受託者責任が法的義務であるのに比し、スチュワードシップのスチュワードとは執事や管財人と訳されることから分かる通り、保有先企業の経営モニタリングや建設的な対話を行うことである。

(2) スチュワードシップ・コードの改訂

スチュワードシップ・コードは2017年、2020年と3年毎に改訂されているが、今年の改定のポイントは①ESG要素等を含むサステナビリティ(ESG投資)の考慮を初めて明記、②上場国内株式以外の資産へのスチュワードシップ・コードの適用、③企業年金は「規模や能力に応じて」スチュワードシップ活動をすべし、という点である。

この3点目が本稿のテーマである我が国の企業年金によるESG投資への取組と課題を述べる上で特に重要な論点である。というのも、これまでスチュワードシップ・コードを受け入れた機関投資家のうち、圧倒的多数が資産運用会社であった。これは先にふれたようにGPIFからも運用受託している資産運用会社にとっては、スチュワードシップ・コードやPRIに署名をしてESG投資をすることがGPIFから明示的に求められているからである。ところが、わが国の企業年金はその規模や能力の点で資産運用会社に比し、スチュワードシップ活動をするための人的リソースも極めて限られており、その趣旨に賛同していたとしても実態としてスチュワードシップ活動をする余裕のある年金基金が限られているからである。そこで今年の改定に当たり、実態に即した文言の修正がなされたものである。

スチュワードシップ・コードと両輪をなすと言われるコーポレートガバナンスコード(企業の価値を高めるために、公平な経営を継続して行うための仕組みを書き表したルール)でも、企業年金が期待される機能を発揮できるよう、母体企業による人事面・運営面でのサポートが求められている。この背景にはスチュワードシップ・コード受入れがすすまない企業年金に対して、母体企業がもっと経営資源を配分するよう

に、という金融庁の意図が背景にある。

企業年金のほとんどは、議決権行使を伴う資産運用を自ら行わない。その場合、委託運用機関に対して本コードの対応状況を確認するなどの、自らの規模や能力等に応じた取組みを行うことが想定されていると今回、明記された。それにより、建設的な対話及び議決権の行使と行使結果等の公表までも企業年金が行うのは無理だという懸念に対し、必ずしも企業年金がこれらを行うことを想定したものではないという点が明らかにされた。このように企業年金に配慮する背景には、企業年金の所管が人事だという事情がある。企業年金は元々退職金制度から移行されたという歴史的経緯から、理事長が人事担当役員で常務理事も人事部出身者が多い。彼らからすれば、アベノミクスの成長戦略で、企業年金は運用資金のつながりの中で川上に位置するのだから、企業のモニタリングや建設的な対話をせよ、と言われても、それを自分たちの仕事と思わない、という心理的抵抗感がある。その負担感を少しでも和らげようという意図が、今回の改訂にはある。その上で企業年金が自覚をもって、資産運用会社のスチュワードシップ活動をモニタリングし、その報告を見極めてその改善・定着を促すことが求められているわけである。

こうした啓蒙活動の結果、2020年3月時点で35の企業年金がスチュワードシップ・コードの受入れを表明し、その内15は非金融法人であり規約型でも一つ受入れたところも出てきている。

(3) 事例紹介：エーザイ企業年金基金⁷⁾

我が国の企業年金基金ではまだESG投資に積極的に取り組んでいるところは少ないが、母体企業の支援を受けながら実際に取り組んでいる先進事例を紹介する。

エーザイ年金基金の母体企業のCFO（最高財務責任者）は、東京証券取引所や経済産業省およびGPIFなどで各種委員を務めてきたコーポレート・ガバナンスの推進者として知られている。母体企業として、地球環境や社会的課題の解決に向けての取組を積極的に展開してきており、企業理念としての「ヒューマン・ヘルスケアの実現」のために、国連が2030年までの目標として定めたSDGs⁸⁾への取組みも精力的に展開している。

従い、ESG課題解決に貢献する企業年金として母体の取組と平仄を合わせ、2018年にスチュワードシップ・コード受け入れを表明したのは自然な流れであった。受け入れに当たっては資産運用を委託している運用会社が投資先企業との建設的な対話を実施し、投資先企業の企業価値向上と持続的な成長を促進することで、中長期的な投資リターン拡大を目指している。それが出来たのは年金基金から財務部に委託する形で母体が事務面、体制面のバックアップを行っていることが背景にある。

年金基金の運用基本方針に、資産運用委託先選定にあたり「ESGに対する考え方」も判断基準の一つに追加している。毎年10月に、国内株式を委託運用している運用会社から各社1時間ほどかけて、運用機関として実施したスチュワードシップ活動の振返りについての報告を受け、その報告の中から議決権行使状況を取りまとめて基金のホームページで開示している。また、国内株投資に加えて新たに他の資産区分でもESG投資も実施した。選定にあたってはコンサルタントの「ESG評価レーティング」を参考にし、母体の財務部長もメンバーに入った資産運用委員会で、ESGへの取組で上位評価が付与された8ファンドを選定・採用し、今では金額比率では2割を占めている。

同年金基金ではスチュワードシップ・コード受入れの意義として、企業年金がESGを意識した運用を多様な資産区分で選択していくことで、運用目標を達成するという投資結果への責任だけでなく、社会に良きことをする存在として将来世代に対して責任ある投資を行うという、2つをバランスよく実行することが出来るようになったという。そのように年金基金としてESG投資をしていることが今度は母体企業に投資をする海外のESGファンドからの株式買い増しに結び付いているという。

3 ESG投資の先にあるインパクト投資

投資運用プロセスにESG要因を組込んで投資するESG投資には、環境、社会、ガバナンスに配慮した投資をすることで、社会の構成や地球環境保持など、社会全体の持続可能性の確保に貢献する、という意義がある。

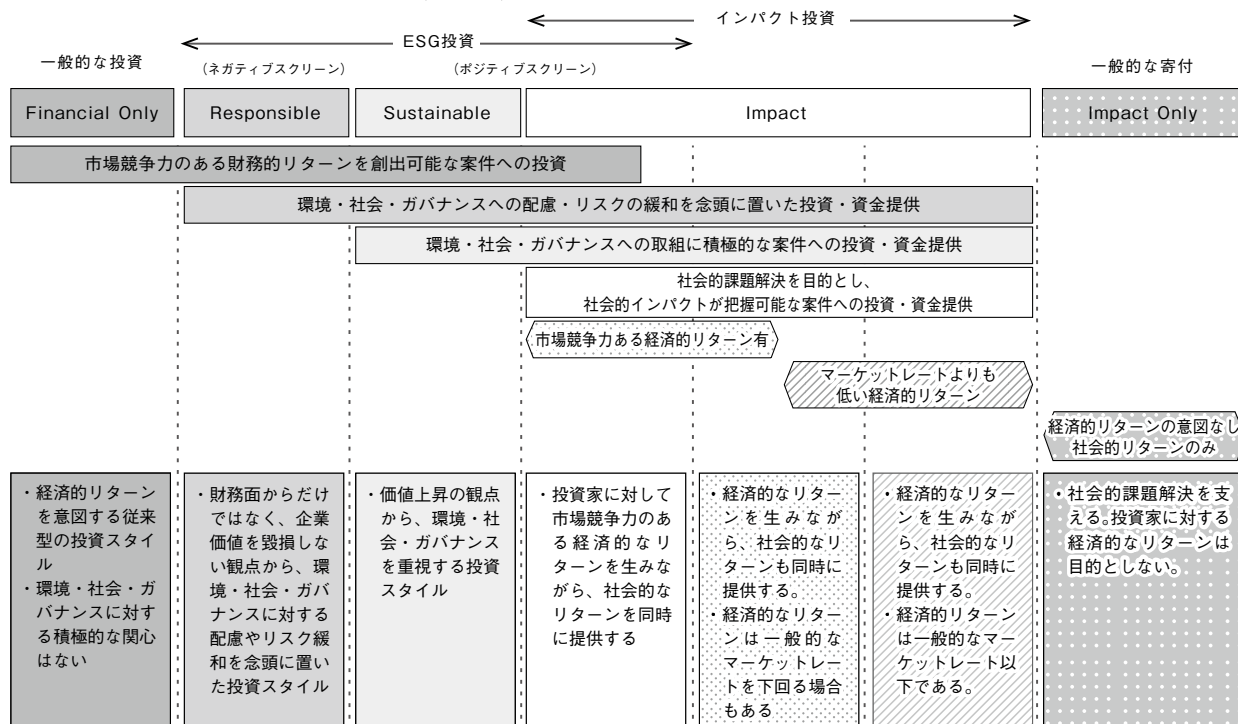
このESG投資を更に一歩進めたものがインパクト投資である。インパクト投資の定義は「財務的リターンと並行して、ポジティブで測定可能な社会的および環境的インパクトを同時に生み出すことを意図する投資」である⁹⁾。

図2はインパクト投資とESG投資との関係を図示したものだが、「ESG投資は長期的なリスクの削減と収益の最大化を目指す(二次元)が、インパクト投資は特定の社会課題解決を目的とするという明確な意図を持つ(三次元)」という違いがある。2030年までのSDGs達成には、ESG投資だけでは不十分で、インパクト投資が大きく貢献することが期待されている。なぜなら第一にSDGsの主な5ゴールを達成するにも2.6兆ドルが不足すると試算されており民間資本の活用促進が期待されているからである¹⁰⁾。

これまで企業年金の投資活動は年金額が約束されたものだったので、一般人にはいわばよそ

図2 インパクト投資とESG投資

ESG投資は長期的なリスクの削減と収益の最大化を目指す(二次元)が、インパクト投資は特定の社会課題解決を目的とするという明確な意図を持つ(三次元)。



(出所) SIIF (2020) 日本CFA協会5回連続講座インパクト投資について考える 第1回「インパクト投資入門編～世界と国内の最新動向」p.5

事であった。しかし確定拠出企業年金への移行が多く企業で進んでいる。個人で投資メニューから選択する場合、ミレニアル世代の下のZ世代はより社会環境課題に敏感と言われており、次第に運用商品の中にも、ESG投資だけでは満足できず、より社会的インパクト評価の出来るインパクト投資の選択肢が求められてくるものと思われる。近い将来、インパクト投資の運用商品が企業年金として提供される日もこよう。それまでに、次世代により良い社会を残すためには、どれが世の中に良いインパクトを残す商品か、個々の生活者が考えを深めることに期待したい。

【注】

- 1) 今村敏之 (2020) 【日本CFA協会5回連続講座】インパクト投資について考える 第3回「資本市場から見たインパクト投資」p.7
(出所) Global Sustainable Investment Alliance (2018) Global Sustainable Investment Review
- 2) BOJ Reports & Research Papers (2020.7) 「ESGを巡る我が国の機関投資家の動向について」p.4
- 3) GPIF2020年度第1四半期運用状況(速報)
https://www.gpif.go.jp/operation/2020-Q1-0807-Jp_036988.pdf
- 4) NPO日本サステナブル投資フォーラム(2020)「サステナブル投資残高調査2019」p.2
- 5) GPIF (2015) 「国連責任投資原則への署名について」別紙1
<https://www.gpif.go.jp/investment/pdf/signatory-UN-PRI.pdf>
- 6) Bloomberg 2020.8.7. 「GPIF：運用益12兆円超と過去最高」
<https://www.bloomberg.co.jp/news/articles/2020-08-07/QEM95QDWX2PS01>
- 7) 企業年金連合会 (2020) 「母体がSDGsへの取

り組みを積極的に展開 スチュワードシップ活動は自然の流れ」『企業年金』2020年6月号、p.16

- 8) SDGsとは2015年に国連が定めた、持続可能な開発のための国際目標であり、17のグローバル目標と169のターゲットから成る。
- 9) GSG国内諮問委員会 (2019) 「日本における社会的インパクト投資の現状2018」p.6
- 10) 菅野文美 (2020) 【日本CFA協会5回連続講座】インパクト投資について考える 第1回「インパクト投資入門編～世界と国内の最新動向」p.7、
(出所) IFC "Creating Impact - The Promise of Impact Investing" 2019

みきりゅうじろう

公益財団法人年金シニアプラン総合研究機構特任研究員。

主な研究分野は年金(DBとDCの)ガバナンス、ESG投資。

一橋大学社会学部卒業後、1979年第一生命保険相互会社入社。1985年米国ペンシルバニア大学ウォートン・ビジネス・スクールにてMBA(ファイナンス専攻)取得。その後、第一生命保険相互会社・統合リスク管理部長等を歴任。2014年に同社を定年退職。

その後、イボットソン・アソシエイツ・ジャパン顧問等を経て2014年12月より現職。

1992年度証券アナリスト・ジャーナル賞受賞。

同年からCFA協会認定証券アナリスト(CFA)。2015年より日本CFA協会理事。

国内で日本証券アナリスト協会、日本CFA協会等でのDCガバナンスやESGに関する講演、また、資本市場研究会等への寄稿が多数ある。海外でもCRO(Chief Risk Officer) ForumやFTSE World Investment Forumで我が国資本市場に関する講演および雑誌への寄稿がある。

【主な年金関連の著書訳書】

『年金ALMと財務戦略』(原著者:Kアムバクシア)金融財政事情研究会、1991年

『生保ALMと経営リスク管理』(原著者:LOMA)金融財政事情研究会、1996年

『エクセレントな年金経営の条件』(原著者:Kアムバクシア)金融財政事情研究会、1998年

『確定拠出型年金の金融ビジネス・フレームワーク』(著書)金融財政事情研究会、2000年
