

2008年11月12日 全5頁

政府系ファンドによる環境投資

経営戦略研究部
鈴木裕

環境関連への投資に関心を寄せる政府系ファンドの動向

[要約]

- 政府系ファンドの中で投資先の選択にあたり、環境を重視する動きが強まりつつある。
- 環境投資への関心は、地球温暖化対策という側面だけでなく、産油国における資源枯渇後の国家運営のあり方とも関わっている。
- 国連のグローバル・コンパクトや、10月に策定された政府系ファンドに対するIMF原則（サンチャゴ原則）との関係でも、公的資金による環境重視の投資は促進される可能性が強く、今後注目を集めることとなる。

政府系ファンドの投資目的

政府系ファンドによる投資はその政治的な意図を疑われることがあり、昨年秋から国際通貨基金（IMF）などによって、規制の是非やその方法の検討が進められてきた。

本来政治的な政府系 ファンドの投資

投資を受け入れる側が心配していた政治的投資とは、安全保障や産業政策に介入するような投資判断であるが、広義にとらえれば政府系ファンドが国家の資金である以上は、政治的でないなどということは期待できないのではないかと。投資において経済的な利益を追求することさえ、究極的には国民の福利向上を目指すためであるのだから、政治的目的を並存しているとも言えるのではないかと。問題は、警戒すべき政治的意図とは何か、また、政治的意図の有無に関わらず、株式市場に与える影響はどのようなものであるかであろう。

政府系ファンドが設立された理由は様々だ。原油などの資源産出国が設立する政府系ファンドの場合には、資源が減少・枯渇した際の国家財政を支えるための準備金であったり（future fund などと呼ばれる）、資源価格が下落しても歳入への直接的影響を緩和するための準備金（reserve fund や stabilization fund と呼ばれる）とする目的である場合が多い。また、為替介入の結果生じた外貨準備を原資とする場合には、利子収入以上の有利な運用や通貨変動リスクの分散と言う目的もある。

収益極大化が通常は 運用目的

いずれにせよ、運用の重要な目的の一つは、許容されるリスクの下で最大のリターンを実現することであり、多くの場合私的な資産運用で採用される運用手法と通常は同じといえるであろう。私的な資産運用と同様に、リスクを大きく取れる場合もあれば、リスクを全く許容しない場合の両極端の例もあるので、運用のポートフォリオは、政府系ファンドごとに大きく異なる。

しかし、資産運用がリターンの最大化を目指すばかりではないこともまた事実であ

収益追求と共存する
投資家としての社会的
責任

り、この点でも私的な資産運用と同様である。現在広がりを見せつつある社会的責任投資では、投資可能な資産（株式であれば発行会社ごと）の集合（いわゆる投資ユニバース）を自ら縮小するのだから、資産運用の効率性を引き下げることになる。結果的に、単位リスク当たりの収益率は、そのような制約をかけていない場合に比べて劣るようになると予想できる。

しかし、投資ユニバースに制約をかけることが望ましいと判断されるのであれば、そのような投資手法を選択することも当然ありうる。特定の宗教の信者の場合にその教義から許容できないような事業を行う会社への投資を回避することは珍しくも無い。地球環境を悪化させる温室効果ガスの縮減に資する製品を製造販売する会社へ重点的に投資する投資家もあり、収益の最大化のみが投資家の目的であるともいえなくなっている。多くの投資家の最大の関心は利益の獲得であることは動かし難いが、それを一部犠牲にしても環境問題の緩和を証券投資を通じて実現しようとする潮流があることも事実だ。

政府系ファンドを環境投資に誘導する要因

国家資金の場合には、
社会の福利増大も重
要な目的

政府系の資金を運用する場合には、投資収益極大化は必ずしも唯一絶対の目的とはされない。例えばわが国の公的年金積立金の例で言えば、かつては住宅取得資金として加入者への融資や、保養施設の設置といった投資収益の追求とは異なる目的による運用が行われていたし、現在でもリスクは低いが比較的低収益の国債への投資がポートフォリオの過半を占めており、国家財政への寄与を大きな目的の一つとしているように思える。

環境問題への配慮は
国際的な関心事に

投資収益極大化を最優先としていないことは、公的資金の宿命であるといえるのかも知れない。究極的には国民の福利向上を実現するべき国家が資産運用において収益追求のみを目的とすれば、国民が賛同できるだろうか。収益追求は重要であるが、それは国民の福利を総合的に考えた上での相対的な位置づけになるのではないだろうか。つまり、国家の資産運用は、様々な政策目的と整合をとる中で行なわれるということになる。国家が、環境問題に関して前向きな取り組み、例えば温暖化ガスの削減という目標を掲げれば、資産運用もそれとの整合が必要とされてくるのである。こうした取り組みの重要性は、国際連合をはじめとする国際機関により随所で強調されている。国際社会の構成メンバーである国家が資産運用を行なおうとするなら、そのような動向を軽視することはできないはずだ。

資源枯渇後の国づく
りを見据えた資産運
用

政府の資産運用に影響を及ぼす要因は様々である。環境投資の重視と言う文脈では、温暖化対策と並んでエネルギーシフトへの対応と言う契機もある。

原油をはじめとする化石燃料は有限であると考えられており、未発見の鉱脈があるとしてもいずれは枯渇する。原油の生産・輸出に関する収入によって国家財政を支えていた国々は、枯渇後にどのような国家運営を行なっていくべきか、期間の長短はあれ直面せざるを得ない問題だ。産油国の多くが政府系ファンドを作っているのは、そのような資源枯渇後の備えと言う意味がある。

資源枯渇を視野に入れた運用としては、収益の極大化を目指すだけでなく、枯渇までの期間を延長する技術や代替技術の開発も投資対象となる。産油国の政府系ファンドがエネルギー技術への投資を活発化しつつあるのは、一つにはこうした背景があるからだ。

政府系ファンドによる環境投資の事例

ノルウェイ政府年金基金の環境重視

ネガティブ・スクリーニングによる投資対象からの排除

ノルウェイ政府年金基金（The Norwegian Government Pension Fund）では、2004年に「倫理ガイドライン」¹を設けて社会的責任投資（Socially responsible investment = SRI）を実施しており、政治的に好ましくないと考えられる会社への投資を禁止している。投資の禁止は業界ごとにはなく、個社ごとに判断される。いわゆるネガティブ・スクリーン型の社会的責任投資の手法だ。このスクリーンによって投資不適格と判断された会社はかつては軍需産業に属するものが多かったが、最近では環境問題を理由として投資対象から排除する例が散見されるようになった。著名なところでは、英国の鉱業会社 Rio Tinto Group を投資対象から除外している。これは、2006年に既に除外していた米国の Freeport McMoRan Copper&Gold Inc. と Rio Tinto Group が共同してインドネシアで行なっていた事業にかかる環境汚染が問題とされたようである²。

環境投資が積極化する可能性

投資対象からの除外を根拠付ける「倫理ガイドライン」では、まず、ノルウェイ政府年金は次世代へ石油収入の利潤を承継することを目的とすることを確認するとともに、株主権の適正行使によって投資収益を確実なものとするのができるとの考えを表明している。続いて、反人道的事業に従事する会社や、受け入れがたいリスクを生じる恐れのある投資を避けることを明言している。具体的には、軍需産業は非人道的であるとして投資対象から排除される。人権侵害や環境破壊のリスクが大きな会社への投資も禁止される。

現在ノルウェイ政府年金基金は、「倫理ガイドライン」の見直しを行なっている³。見直しの具体的内容は明らかではないが、基本的には強化するという方向で、環境への配慮が強化される可能性は強い。ノルウェイの環境大臣は、個人的見解としつつも風力発電や太陽光発電への投資を促進するべきであると述べた⁴。

アブダビ首長国の TAQA

TAQA（Abu Dhabi National Energy Company の通称）は、新規のプラント建設や既存プラントの能力拡大により、アブダビ首長国の電力、水の安定供給を実現するこ

1

<http://www.regjeringen.no/en/dep/fin/Selected-topics/andre/Ethical-Guidelines-for-the-Government-Pension-Fund---Global-.html?id=446948>。

2

<http://www.regjeringen.no/en/dep/fin/Press-Center/Press-releases/2008/the-government-pension-fund-divests-its-.html?id=526030>

3

<http://www.regjeringen.no/en/dep/fin/Press-Center/Press-releases/2008/Norway-is-Evaluating-the-Ethical-Guideli.html?id=496731>

⁴ <http://www.reuters.com/article/GCA-GreenBusiness/idUSTRE49M67M20081023>

とを目的として2005年6月に設立された。民間出資分が4分の1で、アブダビの証券取引所に上場しているが、アブダビ政府が過半を出資しているため、政府系ファンドに準ずる投資基金だ。首長国内の水道と電力の85%を供給している。また、海外では石油、ガス開発事業から電力供給に至るまで幅広いエネルギー事業に参画しており運用資産額は、230億ドルに達する。

グローバル・コンパクトに参加する政府系ファンド

TAQAは、上場していることもあり、財務情報や投資行動を詳細に開示している数少ない政府系ファンドである上、国連のグローバル・コンパクトに2008年7月に参加している。グローバル・コンパクトは、各企業に対して、それぞれの影響力の及ぶ範囲内で、人権、労働基準、環境に関して、国際的に認められた規範を支持し、実践するよう要請するものだ。その狙いは、各企業がそれぞれの事業を遂行する中で、これらの規範を遵守し、実践することを通じて、世界に積極的な変化をもたらすことにある。環境問題に関しては、環境上の課題に対する予防原則的アプローチを支持すること、環境に関するより大きな責任を率先して引き受けること、環境に優しい技術の開発と普及を奨励すべきこと、の3つの原則が掲げられている。

このグローバル・コンパクトに参加したTAQAは、現在、社名は明らかではないものの、再生可能エネルギーに関する会社の株式購入が進行中のような⁵。また、フランスの上場風力発電会社Theoliaとモロッコにおける事業に関して戦略的提携関係を結んだ⁶。

カタール投資庁と英国カーボントラストの合併ファンド

温室効果ガスの削減に取り組む政府系ファンド

カーボン・トラスト(Carbon Trust=CT)は、英国政府の出資によって設立された会社で、環境省や通商産業省などとも共同で各種の温暖化対策プロジェクトを進めている。特にカーボン・フット・プリントという、地球温暖化への寄与が少ない商品を消費者が選択しやすいよう、商品ごとに温暖化ガス排出量を表示する事業を推進していることで著名だ。このカーボントラストとカタールの政府系ファンドであるカタール投資庁(Qatar Investment Authority=QIA)とが、合併で2億5000万ポンド(約4億ドル)のファンドを組成し、炭素排出量の低いエネルギー技術の開発を支援するという⁷。資金の過半はQIAが中心となりCTの負担分とあわせて当初1億5000万ポンドを予定しており、外部からの調達も実施するという。

投資対象は英国内の低炭素技術ベンチャーが中心だが、より広く欧州の会社も視野に入れる。また、カタールに低炭素技術革新センター(Low Carbon Innovation Centre)の設置も検討するという。

5

http://www.business24-7.ae/articles/2008/10/pages/10062008_81b8c9c693f04c3b9f415ddeb2f1568.aspx

6

<http://www.theolia.com/lang-en/media-center/news-2008.html?&actpage=&ID=ACTUS-0-12851&CLIENT=ACTUS-0-175>

⁷ <http://www.carbontrust.co.uk/News/presscentre/CleanTechnologyFund.htm>

今後は環境投資拡大か

政府系ファンドは、究極的には国民の財産であるから、民意に背く運用方針は取れない。たとえ投資収益の極大化に反する結果になろうとも、国民の多数が支持するのであれば、資産運用はその支持する方向に向かうこととなろう。わが国おける世論調査の結果でも温暖化問題への関心は高まっており⁸、これは世界的な傾向であろう。国民の関心が公的資金の運用に向けば、こうした問題への取り組みと整合的であるべきとする考え方が強くなるのもまた自然なことだ。

国連による社会的責任投資への誘導

環境問題への配慮を投資行動に盛り込むべきとする国際的な動きは、国連グローバル・コンパクトだけでなく、より端的に国連責任投資原則に現れている⁹。国連責任投資原則は、機関投資家の意思決定プロセスに ESG 課題（環境、社会、企業統治）を受託者責任の範囲内で反映させるべきとしている。投資方針書に、ESG の課題を明確化するように求めており、機関投資家に対して環境を投資判断の要素とするように方向付けている。あまり知られていないが、環境への配慮を国家による投資の投資先選択基準として採用すべきことを促進する効果を有すると思える法規が日本で既に制定されている¹⁰。

政府系ファンドの規制原則が環境投資へも影響

先月 11 日は、サンチャゴ原則とも略称される政府系ファンドの投資に関する規制原則が IMF (International Monetary Fund) から明らかにされた¹¹。政府系ファンドの投資目的や投資実態を開示させることで、投資対象となった国側が不信感を抱くこと無しに対内投資を受け入れられるようにして、国際的な資金流通を活発化させることを意図している。この原則は、政府系ファンドによる環境投資を促進する効果を持つのではないかと考えられる。

サンチャゴ原則では、環境問題への配慮を明示的に促すような記述はないが、政府系ファンドが、環境や社会問題などを投資判断の材料としている場合には、それを明確に開示せよと求めている（サンチャゴ原則の 19.2）。逆に言えば、環境投資を掲げていない政府系ファンドは、環境問題を投資判断の要素としないことを明らかにしたということになり、環境重視の民意と整合するか、問われることになる。国民の財産を運用するのに環境への配慮を表明する方が、国民からの支持を得やすくなるとはいえないだろうか。

国連責任投資原則やサンチャゴ原則が政府系ファンドに受け入れられるにつれて、環境投資を標榜する事例が増えていくのではないだろうか。

⁸ <http://www8.cao.go.jp/survey/h19/h19-globalwarming/images/z01.gif>

⁹ <http://www.unpri.org/principles/japanese.html>

¹⁰ 「環境情報の提供の促進等による特定事業者等の環境に配慮した事業活動の促進に関する法律」第 3 条には、「国は、自らの環境配慮等の状況を公表する...」と記されている。

¹¹ <http://www.iwg-swf.org/pubs/santiagoprinciples.pdf>