

2017年12月14日 全9頁

ESG 投資：世界の主要年金基金の動向

運用資産額世界上位 20 機関の調査から

政策調査部 研究員 物江陽子

[要約]

- GPIF の PRI 署名を契機に、わが国の資産運用業界でも ESG 投資が積極化している。機関投資家にとっては、ESG 投資に取り組むべきかどうかを考える段階から、どのように取り組むべきかを考える段階に移行している。
- 本稿では、わが国の ESG 投資の今後を考える材料として、世界の年金基金のうち運用資産額上位 20 機関の ESG 投資等への取り組み状況を調査した。
- 調査の結果、ESG 投資に関心を持つ機関は多数派であるが、関心の度合いは機関により異なること、ESG 投資に積極的な機関でも投資手法によっては立場が分かれること、また取り組みの進捗や方法が異なることなどがわかった。

1. はじめに

GPIF(年金積立金管理運用独立行政法人)によるPRI(Principles for Responsible Investment, 責任投資原則)署名を契機に、わが国の資産運用業界でも ESG 投資が積極化している。ESG 投資は 2006 年の PRI 策定以降、欧米を中心に拡大してきたが、わが国にもその波が及んできた。わが国の機関投資家にとっては、ESG 投資に取り組むべきかどうかを考える段階から、どのように取り組むべきかを考える段階に移行している。今後、わが国の機関投資家にはどのような取り組みが求められるのだろうか。

ESG 投資と一口で言っても内容は多様であり、アセットオーナーの取り組みの姿勢も進捗も様々である。本稿では、年金基金のうち運用資産額で世界上位 20 機関の ESG 投資の取り組みの状況を探り、わが国の機関投資家が ESG 投資にどのように取り組むべきかを考える材料を提供したい。

2. 世界の主要年金基金の ESG 投資動向

2. 1 調査結果の概要

米国を拠点とするコンサルティング会社ウイリス・タワーズワトソンは、毎年世界の主要年金基金に関する調査を行い、その結果を公表している。2017年9月に公表された最新の調査結果によれば、世界の年金基金のうち運用資産額で上位300機関の運用資産総額は2016年末で約15.7兆ドルで、前年比6.1%増加した¹。このうち上位20機関の運用資産額が占める割合は40.3%に達するという。本稿では、これら20機関を対象に、ESG投資（およびサステナブル投資、責任投資。本稿ではこれらをまとめて「ESG投資等」とする）への取り組み状況について調査した。調査結果の概要は、図表1に示した通りである。

まず、基本的な情報として、①PRI署名状況、②ウェブサイトにおけるESG投資等に関する情報掲載の有無、③ESG投資等報告書の発行状況を確認した。

①については、対象20機関中13機関がPRI署名機関であった。このうち7機関は2006年のPRI発足当初からの署名機関であり、なかでも5機関はPRIの起草から関わっている。これらの機関は、現在もESG投資等に積極的に取り組んでいる機関が多い。一方、対象20機関中7機関はPRIに署名していない。

②については、対象20機関中14機関がウェブサイトでESG投資等に関する何らかの情報を掲載していた。掲載している情報には量・質ともに機関によってかなりの差があり、ごく短く簡単に言及しているケースもあれば、数十ページに渡り詳細に報告しているケースもあった。一方、ウェブサイト上でESG投資等に関する情報が全く確認できなかった機関も対象20機関中6機関存在した。これらの機関の多くはPRIにも署名していない。

③ESG投資等に関する情報開示が進んでいるケースでは、ESG投資等に関する年次報告書（以下では「ESG投資等報告書」とする）を発行している。対象20機関中8機関がそうした報告書を発行していた。これらの機関は全てPRI署名機関であった。

図表1では、①・②・③いずれも○である機関を黄色でマークし、①・②・③いずれも×もしくはN.A.である機関を青色でマークした。すなわち、黄色でマークした8機関は、PRIに署名しており、ウェブサイトでもESG投資等に言及しているうえにESG投資等報告書を発行している、ESG投資等に極めて積極的な機関である。一方、青色でマークした5機関は、PRIに署名しておらず、ウェブサイトでもESG投資等の情報を掲載しておらず、ESG投資等報告書も発行していない、少なくともESG投資等に積極的ではない機関と言えよう。それ以外の機関は、両者の中間に位置している。対象20機関においてESG投資等に取り組む機関は多数派であるが、関心の有無や取り組みの進捗には、機関によってかなり違いがある。

¹ Willis Towers Watson (2017) *Pensions & Investments/ Willis Towers Watson 300 analysis.*

図表 1 世界の主要年金基金（運用資産額上位 20 機関）の ESG 投資への取り組み（概要）

順位	名称	所在国	運用資産額 (億ドル)	①PRI署名 (署名年)	②ウェブサイト でのESG投資等 情報開示	③ESG投資等 報告書の発行
1	年金積立金管理運用独立行政法人 (GPIF)	日本	123.8	○ (2015年)	○	△ (*1)
2	ノルウェー政府年金基金	ノルウェー	89.3	○ (2006年)	○	○
3	米連邦政府職員退職年金基金	米国	48.6	×	N.A.	N.A.
4	韓国国民年金基金 (NPS)	韓国	46.2	○ (2009年)	○	N.A.
5	オランダ公務員年金 (ABP)	オランダ	40.4	○ (2006年)	○	○
6	中国国家社会保障基金 (NSSF)	中国	34.9	×	N.A.	N.A.
7	カリフォルニア州職員退職年金基金 (CalPERS)	米国	30.7	○ (2006年)	○	△ (*2)
8	カナダ年金基金 (CPP)	カナダ	23.6	○ (2006年)	○	○
9	マレーシア中央積立基金 (CPF)	シンガポール	22.7	×	N.A.	N.A.
10	オランダ厚生福祉年金基金 (PFZW)	オランダ	19.6	○ (2006年)	○	○
11	カリフォルニア州教職員退職年金基金 (CalSTRS)	米国	19.4	○ (2008年)	○	○
12	ニューヨーク州職員退職年金基金	米国	18.4	○ (2006年)	○	○
13	地方公務員共済組合連合会	日本	18.3	×	○	N.A.
14	ニューヨーク市公務員年金基金 (NYCERS)	米国	17.2	○ (2006年)	N.A.	N.A.
15	従業員積立基金 (EPF)	マレーシア	16.5	×	○	N.A.
16	フロリダ州職員退職年金基金 (FRS)	米国	15.4	×	N.A.	N.A.
17	テキサス州教職員退職年金基金	米国	13.3	×	N.A.	N.A.
18	オンタリオ州教職員年金基金	カナダ	13.1	○ (2011年)	○	○
19	南アフリカ政府職員年金基金 (GEPF)	南アフリカ	11.9	○ (2006年)	○	N.A.
20	デンマーク労働市場付加年金 (ATP)	デンマーク	11.3	○ (2017年)	○	○

(注) N. A. =Not Available。*1: ESG 投資等報告書ではないが、スチュワードシップ活動報告書を発行している。

*2: 年次では発行していないが、2014年にサステナブル投資報告書を発行している。

(出所) Willis Towers Watson (2017) *Pensions & Investments/ Willis Towers Watson 300 analysis*. および各機関のウェブサイト、PRI ウェブサイトにより大和総研作成。ウェブサイトの情報は2017年12月6日時点。また、基本的に英語および日本語での開示情報を対象とした。

2. 2 ESG 投資の先進事例

ESG 投資等に積極的な機関は、どのような考えに基づき、どのような取り組みを行っているのだろうか。本節では、ESG 投資等に極めて積極的な機関として、図表 1 において黄色でマークした 8 機関を対象に、ESG 投資等報告書から、①ESG 投資等に対する考え方、②ESG 投資等に関する具体的な取り組みを探る。

(1) ESG 投資に対する考え方

ESG 投資等に積極的なこれら 8 機関は、当然ながら年金資産の運用に役立つと考えて ESG 投資等に取り組んでいる。報告書ではいずれの機関も ESG 投資等に対する考え方について何らかの記述をしている。様々な記述があるが、大きく分けて、①ESG 投資等が年金資産を増やすことにつながる、あるいは年金資産の毀損の回避につながるというリスクとリターンの視点、そして、②ESG 投資等が持続可能な社会や金融市場の安定につながり、年金資産運用の基礎となるというユニバーサル・オーナーシップの視点に集約できるだろう（図表 2）。ユニバーサル・オーナーシップとは、巨額の資金を運用し市場全体に幅広く分散投資するユニバーサル・オーナーは、運用収益確保のため、個別の投資先企業の成長のみでなく、金融市場の安定や経済社会の持続的な成長を求めるという考え方である²。

図表 2 ESG 投資に対する考え方の例

①リスク・リターンの視点

サステナブル投資は、数十年に渡って強いリターンを上げようとする組織に適したアプローチである。カナダ年金基金投資委員会の極めて長い投資ホライズンを考えれば、投資先企業の成功にとってESG要因は重要なドライバー—あるいは障害—になる可能性がある。

(カナダ年金基金)

オンタリオ州教職員年金基金では、責任投資は効果的なスチュワードシップと同義である。極めてシンプルなことだが、ESG要因のマネジメントに長けている企業は、長期的な持続可能性につながる健全な事業判断を下せる可能性が高い。そのような企業は、長期的な投資ホライズンを持つオンタリオ州教職員年金基金にとって魅力的な投資先となる。

(オンタリオ州教職員年金基金)

我々のミッションは、将来世代のための財政的な豊かさを確保することだ。適切なレベルのリスクに対する、最も高いリターンを確保するという投資目標を達成するために、我々はファンドを責任を持って運用している。責任投資は我々の投資戦略に統合されている。

(ノルウェー政府年金基金)

②ユニバーサル・オーナーシップの視点

PGGMは、持続可能な世界に貢献することは、加入者の充実した将来を作ることに貢献すると確信している。顧客が社会的責任を果たすことや法や規則、その他の基準を遵守するのを支援することだけでなく、顧客が最大の目的を達成するのを支援すること。これが我々が顧客の年金資金を責任ある方法で投資する理由である。(オランダ厚生福祉年金基金の運用受託機関PGGM)

世界有数のアセットオーナーとして、我々は受益者の資産を守るために、市場全体の安定性と持続可能性を守ることを訴えてきた。我々は投資判断にESG要因を統合することでこれらの目標を支援してきた。

(ニューヨーク州職員退職年金基金)

我々は、受託者責任が全ての意思決定の基礎だと考えている。グローバルな機関投資家として、CalSTRSは業務を通じて、次世紀以降の財政目標を達成し、規律を持って効率的に受託者責任を果たすことが求められている。我々は、サステナブルな価値のある企業環境を作ることは、より良いガバナンスとより高い収益性の基礎となると考えている。

(カリフォルニア州教職員退職年金基金)

(出所) 各機関の ESG 投資等報告書より大和総研が抜粋・翻訳

² 水口剛(2017)『ESG 投資—新しい資本主義のかたち』日本経済新聞出版社

(2) ESG 投資の具体的な取り組み

続いてこれら 8 機関の、ESG 投資等に関する具体的な取り組みについて調査した。ESG 投資等には様々な手法があるが、世界の ESG 投資等の運用資産額を集計しているグローバル・サステナブル投資アライアンス (GSIA) は、図表 3 に示した 7 つの投資手法を挙げている。図表 3 に掲げたデータは 8 機関についてではなく、全世界の ESG 投資等の状況を示したものである。

図表 3 世界の ESG 投資の投資手法と運用資産額 (16 年初)

投資手法	運用資産額 (億ドル)	構成比 (%)	運用資産額の増減率 (14年比、%)
ネガティブ・スクリーニング	1,502.3	65.6	24.7
ESGインテグレーション	1,036.9	45.3	37.7
エンゲージメントと株主行動	836.5	36.5	41.3
国際規範スクリーニング	621.0	27.1	41.6
ベスト・イン・クラス	103.0	4.5	15.7
サステナビリティに関するテーマ型投資	33.1	1.4	140.5
インパクト・インベストメント	24.8	1.1	145.8
合計	2,289.0	100.0	25.2

(注) 同時に複数の手法を採用する運用があるため、全体に占める割合の合計は 100%を超える。

(出所) Global Sustainable Investment Alliance (2017) *2016 Global Sustainable Investment Review* より大和総研作成

図表 4 ESG 投資報告書における、ESG 投資の取り組みに関する開示の有無

名称	所在国	①ネガティブ・スクリーニング	②ESGインテグレーション	③エンゲージメントと株主行動
ノルウェー政府年金基金 (報告書発行は運用受託機関であるNBIM)	ノルウェー	○	○	○
オランダ公務員年金 (ABP)	オランダ	○	○	○
カナダ年金基金 (GPP)	カナダ	○	○	○
オランダ厚生福祉年金基金 (PFZW) (報告書発行は運用受託機関であるPGGM)	オランダ	○	○	○
カリフォルニア州教職員退職年金基金 (CalSTRS)	米国	N.A.	○	○
ニューヨーク州職員退職年金基金	米国	N.A.	○	○
オンタリオ州教職員年金基金	カナダ	N.A.	○	○
デンマーク労働市場付加年金 (ATP)	デンマーク	○	○	○

(出所) 各機関の ESG 投資等報告書より大和総研作成

様々ある投資手法のなかでも運用資産額が多いのは、①ネガティブ・スクリーニング（武器やたばこなど特定のビジネスに関わる企業を投資対象から除外する手法。ダイベストメントやエクスクルージョンとも呼ばれる）、②ESG インテグレーション（投資判断で財務情報に加えて ESG 要素を考慮する手法）、③エンゲージメントと株主行動（株主として投資先企業に企業行動の改善を求める手法）である。そこで8機関についても、ESG 投資等報告書から、これら①～③に関する開示の有無を調査した。その結果が図表4である。

①ネガティブ・スクリーニング

ネガティブ・スクリーニングについては、5機関は非常に積極的に取り組んでおり、報告書でも詳細な報告があったが、3機関は取り組みについての言及自体がESG投資等報告書になかった。

積極的に取り組んでいる機関では、責任投資方針を策定し、その方針に基づき除外対象を調査、選定しているケースが多い。対象は上場企業（株式および社債）が中心だが、国（国債）を対象とする例も複数見られた。クラスター爆弾や対人地雷などの特定の武器、たばこ、石炭火力発電に関わる企業や、環境破壊や人権侵害との関与が指摘されている企業、国の場合は国連やEUの制裁の対象となっている国が除外対象となるケースが多い。また、国際合意や自国の法律などを基準に除外基準を策定するケースが多く、具体的な除外対象の特定には、外部の調査機関を活用しているケースが多い。ネガティブ・スクリーニングには、レピュテーションリスクなどを避けるリスクマネジメントの視点の他、ユニバーサル・オーナーとしての責任という観点から好ましくない投資先を除外する倫理的視点がある。ノルウェー政府年金基金の運用を担うノルウェー中央銀行投資運用部門（NBIM）では、リスクマネジメントの視点からの企業除外はNBIMで判断し、除外企業名は非公開としているのに対し、倫理的な観点からの企業除外には財務省や議会が関与し、除外企業名も公開している。

一方、ネガティブ・スクリーニングに関する取り組みについて ESG 投資等報告書に言及がなかった機関は、積極的な機関とは異なる立場をとっているものとみられる。これらの機関は、ESG投資等報告書で言及していないだけで、実際には法律等に基づいてネガティブ・スクリーニングを行っているケースもあると推察されるが、少なくともこの手法に積極的ではない可能性がある。例えば、オンタリオ州教職員年金基金は、企業を投資対象から除外してしまえば、株主として企業に良い影響を与える機会を失ってしまうことから、ダイベストメントよりもエンゲージメントが有効との見方を示している。特定の企業をポートフォリオから除外することは、投資ポートフォリオの効率性を損なうとの見方があり³、ネガティブ・スクリーニングに対する立場は、機関により異なっている。

³ 鈴木裕(2011)「Engagement と Divestment」『大和総研調査季報』(2011年春季号 vol.2)

②ESG インテグレーション

ネガティブ・スクリーニングと異なり、ESG インテグレーションは全ての機関が行っており、ほとんどの機関が積極的に取り組んでいる。最も一般的なのは株式投資における ESG インテグレーションだが、多くの機関では、他のアセットクラス——債券の他、不動産・インフラ・PE（非公開株式）・森林などのオルタナティブ投資——でも ESG インテグレーションを行っている。

株式・債券投資における ESG インテグレーションについては、ネガティブ・スクリーニングと同様、外部の調査機関を活用しているケースが多い。調査機関名に言及するケースは少ないものの、例えばニューヨーク州職員退職年金基金では、金融サービス会社の MSCI や SASB（米国サステナビリティ会計基準審議会）、環境リスクに関する情報開示を求める非営利機関 CDP などのデータを活用していることを開示している。また、前述の NBIM では、外部のデータプロバイダーの他、大学や NGO、メディアからの情報を利用して、2,000 社以上の企業について非財務情報のデータベースを構築している。国や産業セクター、またガバナンスや水問題など特定のテーマに関するデータも収集しており、ハーバード大学やオックスフォード大学などと協働し、これらの大学におけるガバナンスや気候変動、環境リスクなどに関する調査を助成している。

オルタナティブ投資における ESG インテグレーションについては、株式に比べて手法がまだ確立されておらず、各機関がそれぞれの取り組みを進めている。デンマーク労働市場付加年金（ATP）は、オルタナティブ投資は伝統的な投資と比べて流動性が低く、投資家が資産のオペレーションに直接関わるが多いため⁴、ESG インテグレーションでも伝統的な投資の手法をそのまま流用することはできないと述べている。ATP では、不動産投資では不動産の環境性能を、インフラ投資では各インフラ設備の ESG リスクを、森林投資では生物多様性や林業従事者の労働環境を、それぞれ評価する取り組みを行っている。

いくつかの機関は、ESG インテグレーションの体制についても言及している。責任投資を担当する部署が調査を担当し、投資判断を担う部署に情報提供しているケースもあれば（カナダ年金基金など）、以前は責任投資を担当する部署が担当していた業務を各アセットクラスの投資判断を担う部署に移譲しているケースもあった（オランダ厚生福祉年金基金の運用受託機関 PGGM など）。また、年金基金が運用を委託する運用受託機関の ESG インテグレーションの取り組みを調査・評価しているケースも複数見られた（カリフォルニア州教職員退職年金基金、ニューヨーク州職員退職年金基金、オンタリオ州教職員年金基金など）。

ESG インテグレーションは、PRI の 6 原則の一つ「私たちは投資分析と意思決定プロセスに ESG の課題を組み込みます」を体現したものであり、PRI 署名機関であれば、程度の差はあれ取り組んでいるのは当然かもしれない。ただし開示や取り組みの進度、取り組み方は、機関によって異なっている。

⁴ 例えば、不動産投資であれば不動産の開発や運営に、森林投資であれば森林の管理運営に、直接関与することがある。

③エンゲージメントと株主行動

エンゲージメントと株主行動についても、ESG インテグレーションと同様、全ての機関が取り組んでいる。具体的には、保有株式の議決権行使の他、投資先企業との直接対話、投資先企業へのレターの送付、株主総会における株主提案、他のアセットオーナーと共同で行う集团的エンゲージメントなどである。エンゲージメントに関しても、ISS (Institutional Shareholder Services) など専門調査会社のサービスを利用しているケースも見られた。全般的に取締役の選任や報酬、取締役会の独立性などガバナンス(G)が中心的なテーマだが、環境問題(E)や社会問題(S)もテーマに含まれている。

議決権行使においても、G が中心ながら、E と S に関する議案も含まれている。例えば NBIM の議決権行使ガイドラインでは、「投資先企業の長期的収益性の最大化」、「取締役会の説明責任の促進」などと並び「持続可能なビジネス慣行を促す」との文言が記載されている。2016 年に NBIM が投票した議案の 50%は取締役選任についてであり、E と S に関する議案は少数だと思われるが、NBIM は 2016 年には株主総会シーズンに先立ち、エネルギー企業に気候変動政策の影響に関する開示を求める議案を支持する立場を示している。

ESG 投資等に積極的な年金基金であっても、E と S に関わる全ての議案に賛成するわけではない。オンタリオ州教職員年金基金は、議決権行使について、E と S についても G の改善につながるものには賛成するとしながら、非現実的なものや非効率的なもの、企業に過剰な負担を課すものには反対するとの立場を示している。実際、2016 年には環境問題に関する株主提案の 75%に反対票を投じたという。

また、オランダでは 2016 年、オランダを拠点とする石油メジャーロイヤル・ダッチ・シェルに 2030 年までに新規の石油開発をやめ、再生可能エネルギーに投資すべきとの株主提案が提出されたが、オランダ公務員年金 (ABP) およびオランダ厚生福祉年金基金 (PFZW) は、重大な経営判断に関しては当該企業の取締役会に委ねるべきという立場から、いずれも反対票を投じている。ESG 投資等に積極的な年金基金であっても、企業価値向上の観点から、E と S に関する議案に反対票を投じることもあるということである。

企業との直接対話でも、G が中心的なテーマながら E と S も含まれている。NBIM は、2016 年に 1,500 社と 3,800 回のミーティングを持ったが、そのうち 1,815 回のミーティング (全体の 48%) で ESG が議題になったという。NBIM は、投資先企業の長期的価値向上のためのスチュワードシップ活動において保有株式の上位 50 社をターゲットに一般的な課題に関して重点的にエンゲージメントを行っている。また、気候変動や人権といった重点テーマについては保有資産額や持ち株比率を基準に対象を選定し、テーマに関する目標を設定してエンゲージメントを行っている。NBIM は 2016 年の投資先企業との対話の重点テーマとして役員選任プロセスや株主の権利などと並んでサステナビリティを挙げ、気候変動、人権、水リスクといったテーマで投資先企業との対話を行った。

3. 終わりに

世界の年金基金 20 機関の調査から、以下の点がわかった。

- (1) 最大手の年金基金において ESG 投資等に関心を持つ機関は多数派であるが、関心の有無や取り組みの進捗には、機関によってかなり違いがある。
- (2) ESG 投資等に関心を持つ機関がそれに積極的に取り組む背景には、①リスクとリターンの視点と②ユニバーサル・オーナーシップの視点がある。
- (3) ESG 投資等に特に積極的な機関であっても、①ネガティブ・スクリーニングについては機関により立場が分かれる。また、②ESG インテグレーションおよび③エンゲージメントと株主行動については対象機関全てが取り組んでいるものの、取り組みの進捗や方法は機関によって異なっている。

ESG 投資等に関して多様な考え方があるなかで、自らはどのような考え方で ESG 投資等に取り組むのか。また、多様な取り組みがあるなかで、自らは各アセットクラスでどのような取り組みを進めるのか。こうした課題についてわが国の機関投資家がさらに検討を深めるうえで、本稿で概観したような他国の年金基金の多様な考え方や立場、取り組みには参考となる点が多いだろう。

例えば、エンゲージメントにおいて、ESG 投資等に積極的な年金基金であっても、企業価値向上の観点から、E と S に関する議案に反対票を投じることがあるというのも、興味深い事実ではないだろうか。また、わが国ではまだあまり行われていない、集团的エンゲージメントやオルタナティブ投資における取り組みなど、ポートフォリオの価値向上に向けて投資対象により強く関与していく手法にも、参考にすべき点があろう。当然のことだが、ESG に関する取り組みは単に進めればよいというものではなく、ポートフォリオの価値向上の観点から、何をどこまで、どのように進めるべきか、個別の判断が必要になる。そのためには、判断の根拠となる情報の把握も重要となろう。わが国における ESG 投資等の取り組みが、信頼できる情報をベースに、ポートフォリオの価値向上に資するツールとして効果的に活用されていくことが望まれる。