

(平成 21 年度 財団法人トラスト 60 委託研究)

## 海外年金基金の ESG ファクターへの取り組みに関する調査研究

平成 22 年 1 月

財団法人 年金シニアプラン総合研究機構

## はじめに

本報告書は、財団法人トラスト 60 による「海外年金基金の ESG ファクターへの取り組みに関する研究」を財団法人年金シニアプラン総合研究機構が受託し、調査した結果をとりまとめたものです。

近年、気候変動への関心やコートポート・ガバナンスの重要性の高まりなどから、2006 年 4 月に国連環境計画・金融イニシアチブ (UNEP FI) と国連グローバル・コンパクトが共同で責任投資原則 (PRI) を策定したことを契機に、ESG (Environmental (環境)・Social (社会)・Governance (コーポレート・ガバナンス)) ファクターを投資プロセスにおいて考慮しようという動きが世界的に広まっています。その結果、海外の年金基金は ESG ファクターを考慮した投資 (以下「ESG 投資」と言う) への対応が進んでおり、実践も行っていると一般的に言われています。しかし、一方でわが国では現在のところ広がる兆候はあまり見られません。

当機構は一昨年度「SRI 及び PRI に関する調査」(同じく財団法人トラスト 60 からの受託研究)を実施し、その中で日本の年金基金に対し、ESG 投資の 1 つのスタイルである SRI (社会的責任投資) への意識についてアンケート調査を行いました。その結果、日本の年金運用において SRI の導入が検討されるための課題として「情報の充実」など様々な事項が明らかになりました。

当研究は、この結果を受け、海外の年金基金の ESG 投資の先行事例からわが国の課題解決のための手がかりを探る、という趣旨でスタートしました。そこで当機構では、ESG 投資や年金運用に詳しい有識者を委員として招聘し、別紙の通り「海外年金基金の ESG ファクターへの取り組みに関する研究会」を設置しました。研究会では、①海外の年金基金が ESG 投資に対して実際どのように考え、どのように実践をしているかについて調査することで ESG 投資の実践的な情報の充実を図り、また、そこから②海外で ESG 投資が熱心に取り組まれている要因を分析した上でわが国の置かれている現状を浮き彫りにし、わが国の年金運用における普及の糸口を見出すことを目指しました。①については、現状の一般的な ESG 投資手法の整理を行った上で、欧州・北米の年金基金の ESG 投資の先行事例の収集を目的として、文献調査をはじめ、欧州 4 ヶ国を訪問し年金基金等の対面インタビューを実施しました。②については、①で得られた海外の現状について、わが国の現状と比較を行い、それがわが国に示唆するところの探求を試みました。

年金スポンサーや運用機関をはじめ年金運用に携わる方を中心に本報告書を広くご活用いただくことで、わが国における ESG 投資に関する議論の進展に少しでも資するところがあれば幸いです。

なお、当研究をご委託いただいた財団法人トラスト 60、並びに当研究に際して貴重なご助言・ご指導をいただいた「海外年金基金の ESG ファクターへの取り組みに関する研究会」の委員の皆様方に厚く御礼申し上げます。

また、ご多忙中にもかかわらず、対面インタビューにご協力いただいた欧州の年金基金・運用機関等のご担当者、そして、欧州訪問で大変お世話になりました現地大使館の皆様方に心から感謝申し上げます。

平成 22 年 1 月  
財団法人 年金シニアプラン総合研究機構

## 本報告書ご利用にあたってのご参考事項

本報告書は、第 1 章に「海外年金基金の ESG 投資の現状を踏まえたわが国へのインプリケーション」と題して、第 2 章以下の現地調査結果などを踏まえて全体をまとめています。第 2 章及び第 3 章は当研究会に参加した委員による報告、第 4 章は、海外調査から得られた事実を中心に記述した「海外年金基金の ESG ファクターへの取り組みに関する調査結果」、第 5 章は「資料編」という構成になっています。このように、現地調査等による事実に関する記述に先立って、提言や考察を記述した部分が先に配されていますので、本報告書をお読みいただく際のご参考としてください。

### 本報告書の構成

#### 第 1 章 海外年金基金の ESG 投資の現状を踏まえたわが国へのインプリケーション

(海外年金基金の ESG 投資の実施に関する現地調査結果を踏まえた、日本の年金運用における ESG 投資の普及に向けた提言。当研究会での議論を総括したもの。第 2 章・第 3 章の提言内容も一部含む。)

#### 第 2 章 日本の公的年金基金に ESG 投資を広げるためには [委員：河口真理子]

(年金運用に限らずより広い観点で、様々な投資家がいる中でなぜ ESG 投資において年金基金が注目されているのかという点について考察し、日本の公的年金基金への普及のための提言を行った。)

#### 第 3 章 ESG 投資の実施

##### 第 1 節 海外の ESG 投資手法と体制 [委員：寺山恵]

(ESG 投資の現状の一般的な手法 (用語) を解説しており、ここでの定義をベースに当研究の調査・分析を行っている。)

##### 第 2 節 欧州年金基金の ESG 投資手法の実情とわが国への示唆 [委員：宮井博]

(ESG 投資手法の中で現在主流となりつつあるインテグレーションとエンゲージメントについて欧州の実情を整理するとともに、年金運用にフォーカスした提言を行った。)

#### 第 4 章 海外年金基金の ESG ファクターへの取り組みに関する調査結果

(欧州・北米の年金基金、運用機関等の ESG 投資の実施状況について対面インタビューや文献調査の結果を掲載。)

#### 第 5 章 資料編

(海外の ESG 投資に関する法規制の調査結果、PRI の概要を掲載。)

## 「海外年金基金の ESG ファクターへの取り組みに関する研究会」

### メンバー（敬称略）

#### 委員

河口 真理子	株式会社大和総研 経営戦略研究部長
寺山 恵	マーサー グローバル責任投資チーム シニア・コンサルタント
宮井 博	日興フィナンシャル・インテリジェンス株式会社 常務取締役

#### 事務局

福山 圭一	財団法人年金シニアプラン総合研究機構	専務理事
塩田 哲朗	〃	主任研究員
笠島 久司	〃	主任研究員
谷本 奈丘	〃	研究員
川名 剛	〃	主任研究員

※ 研究会にはオブザーバーとして財団法人トラスト60、企業年金連合会の職員の方々にも出席いただいた。

---

## 目次

---

はじめに

目次

### 第1章 海外年金基金の ESG 投資の現状を踏まえた

わが国へのインプリケーション ..... 1

はじめに..... 1

1. 年金基金を取り巻く状況..... 3

2. 年金基金自身による ESG 投資への取り組み..... 9

3. 年金基金等が直面する課題とそれに対する対策..... 15

むすび..... 19

### 第2章 日本の公的年金基金に ESG 投資を広げるためには[河口 真理子] ... 21

1. なぜ ESG 投資は「年金ありき」なのか? ..... 21

2. ESG 投資と年金基金の新たな関係 ..... 22

2.1.PRI と ESG・責任投資という新たな考え方

2.2.公的年金において ESG 投資がなぜ必要とされるか?

3. 日本で ESG 投資を公的年金基金に広めるためには ..... 27

### 第3章 ESG 投資の実施..... 31

1. 海外の ESG 投資手法と体制 [寺山 恵] ..... 31

1.1.ESG 投資のアプローチ ..... 31

1.1.1 伝統的資産クラスへの投資手法

1.1.2 オルタナティブの資産クラスへの投資手法

1.1.3 株主行動（議決権行使とエンゲージメント）

1.2.体制構築 ..... 41

1.2.1 ESG 投資方針の策定

1.2.2 人員の配置

1.2.3 外部情報の購入

1.2.4 ESG 投資のコスト

2. 欧州年金基金の ESG 投資手法の実情とわが国への示唆 [宮井 博]..... 44

2.1.調査対象の年金基金..... 44

2.2.投資プロセスへのインテグレーション..... 44

2.3.エンゲージメント ..... 53

2.4.わが国の年金基金への示唆 ..... 61

第4章 海外年金基金の ESG ファクターへの取り組みに関する調査結果....	65
1. 調査目的、対象および方法.....	65
1.1.調査目的	
1.2.調査対象	
1.3.調査方法	
2. 調査結果概要 .....	69
2.1.ESG 投資の背景	
2.2.ESG 投資に関する投資哲学	
2.3.ESG 投資のプロセスと実施方法	
2.4.ESG 投資の将来の方向性	
3. 調査結果（年金基金 [欧州]）	
フランス年金積立基金（FRR） .....	75
フランス公務員付加年金機構（ERAFP） .....	85
スウェーデン国民年金第 1AP 基金（AP1） .....	91
AMF 年金保険会社（AMF） .....	100
大学退職年金制度（USS） .....	104
BP 企業年金 .....	110
オランダ医療関係者年金（PGGM） .....	113
オランダ公務員総合年金（APG） .....	116
オランダ運輸産業関係者年金（PV） .....	120
4. 調査結果（年金基金以外）	
ユーロシフ（Eurosif） .....	123
ミストラ（Mistra） .....	128
FTSE.....	132
ハーミーズ・エクイティ・オーナーシップ・サービシズ（HEOS） ...	134
アクサ・インベストメント・マネージャーズ（AXA IM） .....	137
Sparinvest.....	139
5. 調査結果（年金基金 [北米]）	
カリフォルニア州職員退職年金基金（CalPERS） .....	143
カリフォルニア州教職員退職年金基金（CalSTRS） .....	147
フロリダ州管理理事会（SBA） .....	150
ウィスコンシン州投資理事会（SWIB） .....	153
オハイオ州職員退職年金（OPERS） .....	155
コネチカット州退職年金基金（CRTPF） .....	157
ワシントン州投資理事会（WSIB） .....	159
カナダ年金制度投資委員会（CPPIB） .....	161

第5章 資料編 .....	165
1. 各国の ESG 投資に関する法規制について .....	165
1.1.各国の責任投資に関する法規制のまとめ	
1.2.各国の責任投資に関する法規制	
2. PRI の概要.....	172

# 第1章 海外年金基金の ESG 投資の現状を踏まえた わが国へのインプリケーション

財団法人 年金シニアプラン総合研究機構  
海外年金基金の ESG ファクターへの取り組みに関する研究会

## はじめに

当研究会は日本の年金運用における ESG 投資の現状を浮き彫りにするため、海外の年金基金等が当該投資を実際どのように考え、どのように実践しているかについて、対面インタビュー及び文献調査を行った。調査対象は海外のベスト・プラクティスを得ることに主眼を置き〔図表 1-1〕、〔図表 1-2〕に示される、現在、ESG 投資に熱心に取り組んでいると言われる欧州、北米の主要な年金基金、運用機関等とした。各機関に対する調査事項は以下の通りである。

### 主な調査事項

- ✓ ESG要因を考慮した投資を行う背景  
(例：きっかけ、動機、法規制)
- ✓ ESG要因を考慮した投資に対する基本的な考え方  
(例：投資哲学、「パフォーマンス」の視点からの見解)
- ✓ ESG要因を考慮した投資の実際の取り組み  
(例：投資戦略、組織体制、投資スキーム別の実施方法)
- ✓ ESG要因を考慮した投資の今後の方向性  
(例：ESG市場の展望、金融危機による影響)

調査結果の詳細は第3章第2節及び第4章で述べるが、実際に各国の各機関を訪問及び文献調査<sup>1</sup>してみると、現状 ESG 投資に熱心に見えるその裏には、国ごとに異なる社会的な要因があり、また基金ごとに抱える様々な事情が存在することが明らかになった。

そこで以下では、年金基金等を取り巻く ESG 投資を促す状況、年金基金自身による ESG 投資への取組み、そして、年金基金等が直面する課題とその対策について整理する。それぞれについて、海外と日本の現状を対比し、それが日本に示唆するところを探っていく。

1. 「年金基金を取り巻く状況」としては、各国の社会的・文化的背景、法規制、ESG 要因の考慮と受託者責任との関係、ESG 要因の考慮とパフォーマンス、年金基金間の競争といったテーマがある。

2. 「年金基金自身による ESG 投資への取組み」としては、ESG 投資のアプローチの変化

---

1 北米の年金基金については訪問はせず、文献調査のみを行った。



とパッシブの価値増大、共同エンゲージメント・クリアリングハウスの拡大、批准条約等との一貫性、ESG 専門家との共同、実験的プレーヤーの存在といった事項を取り上げる。

3. 「年金基金等が直面する課題とそれに対する対策」としては、エンゲージメントと各国文化との低い親和性、“SRI”という名称が持つ旧来のイメージ、金融危機の影響、会計基準・財政基準・業界慣行による短期思考、ESG 投資に関する情報の不足といった点から整理していきたい。

なお、ESG 投資の数々の手法については本章では説明を行わないが、第3章第1節で整理しているので参照いただきたい。

〔図表1-1〕 調査対象基金

分類	基金名	略称	資産額	時点	ランキン グ
<b>&lt;フランス&gt;</b>					
公的	フランス年金積立基金	FRR	4兆1,230億円	2009/9/30	59
公的	フランス公務員付加年金機構	ERAFP	8,401億円	2008/12/31	-
<b>&lt;スウェーデン&gt;</b>					
公的	スウェーデン国民年金第1AP基金	AP1	2兆2,306億円	2009/6/30	110
生命保険	AMF年金保険会社	AMF	3兆4,431億円	2009/6/30	67
<b>&lt;英国&gt;</b>					
教職員	大学退職年金	USS	2兆7,101億円	2008/3/31	74
企業	BP企業年金	BP	1兆5,708億円	2008/12/31	134
<b>&lt;オランダ&gt;</b>					
公務員	オランダ公務員総合年金	APG	20兆9,819億円	2008/12/31	3
公務員	オランダ医療関係者年金	PGGM	8兆5,878億円	2008/12/31	17
公務員	オランダ運輸産業関係者年金	PV	8,272億円	2008/2	-
<b>&lt;米国&gt;</b>					
公務員	カリフォルニア州公務員退職年金	CalPERS	17兆375億円	2009/11/6	4
教職員	カリフォルニア州教職員退職年金	CalSTRS	11兆2,461億円	2009/9/30	9
公的	ウィスコンシン州投資委員会	SWIB	5兆3,339億円	2008/12/31	28
公的	コネチカット州退職年金	CRPTF	1兆7,434億円	2008/12/31	103
公務員	オハイオ州職員退職年金	OPERS	5兆1,095億円	2008/12/31	34
公的	フロリダ州管理理事会	SBA	11兆1,857億円	2009/8/31	12
公的	ワシントン州投資理事会	WSIB	6兆848億円	2009/9/30	37
<b>&lt;カナダ&gt;</b>					
公的	カナダ年金制度投資委員会	CPPIB	10兆1,070億円	2009/9/30	23
<b>&lt;日本(参考掲載)&gt;</b>					
公的	年金積立金管理運用独立行政法人	GPIF	121兆8,619億円	2009/6/30	1
公務員	地方公務員共済組合連合会	地共連	14兆4,932億円	2009/3/31	7
職域	企業年金連合会	企年連 (PFA)	9兆3,097億円	2009/3/31	11
公務員	国家公務員共済組合連合会	国共連 (KKR)	8兆5,711億円	2009/3/31	19
職域	勤労者退職金共済	中退共 等	3兆3,056億円	2009/3/31	47
教職員	私立学校共済組合	私学共済	3兆1,523億円	2009/3/31	60

(注1) 資産額はBloombergの2009/11/30時点の対円為替レートを用いて計算。1ユーロ=129.25円、1スウェーデンクローナ=12.297円、1ポンド=141.52円、1米ドル=86.31円、1カナダドル=81.64円

(注2) ランキングはPension & Investments 2009.9.7

(注3) 日本の年金基金は海外基金の資産規模をイメージする目安としてPensions & Investments (2008年12月22日付)の総資産額の世界ランキング100位以内の6基金を掲載している。

(注4) 勤労者退職金共済の資産額の欄には、中小企業退職金共済のみの金額を記載している。

〔図表1-2〕 調査対象機関一覧（年金基金以外：4カ国・6機関）

分類	機関名	略称
<b>&lt;フランス&gt;</b>		
フォーラム	ユーロシフ	Eurosif
<b>&lt;スウェーデン&gt;</b>		
研究財団	ミストラ	Mistra
<b>&lt;英国&gt;</b>		
運用機関	ハーミース・イクイティ・オーナーシップ・サービス*	HEOS
運用機関	アクサ・インベストメント・マネジャーズ*	AXA IM
インデックスベンダー	FTSE	FTSE
<b>&lt;オランダ&gt;</b>		
運用機関	Sparinvest	Sparinvest

## 1 年金基金を取り巻く状況

### 1.1 各国の社会的・文化的背景

#### 海外年金基金の現状

各国の年金基金も年金運用もそれぞれの国の社会的・文化的な基盤の上に成り立っている。従って、その状況に適合するよう活動が行われ、また、その背景のもとで公式・非公式に活動が規律される。今回訪問したのは、欧州の年金基金など年金運用に関係する諸機関の中で、ESG投資について積極的に取り組む、言わば先進的な機関である。それらの関係者から直接話を聞いてわかったことは、ESG投資については、年金基金等が先導的な役割を果たしたことによって促進されてきたということでは必ずしもなく、社会的・文化的な事情が背景にあってそのような投資を手がけるようになったということである。この意味で、ESG投資を始めるきっかけにおいて年金基金は総じて受身であったといえる。

例えば、欧州のESG投資全体を調査しているユーロシフによると、最も熱心な国はオランダである。そこでは、テレビ放送で公的年金基金の社会的責任の観点から地雷問題を取り上げた番組が放送されたことをきっかけに世論が動き、年金基金が地雷を取り除く活動に投資せざるを得ない状況が生じた。

また、フランスでは公的年金の運営方式について、FRRが積立方式で運営することに反対であった労働組合を納得させるためにESG要因の考慮が必要だったし、また、ERAFPでもSRIの実施は労働組合が賦課方式での制度運営を受け入れるための交換条件であった。

このような事情が成立するのは、その国の国民の投資に対する意識、いわば高い投資リテラシーがあったためであるといえるだろう。国によって法規制やガイドラインでESG投資を促進する政策が取られているが、民主主義システムの上でそのようなことが行われるのは、それを是とする国民的合意があつてのことである。その意味で、社会的・文化的背景は年金基金等がESG投資を手がける最も基本的な要因であるといえよう。

## 日本の現状・日本への示唆

日本の現状はESG投資が進んでいるとはいえない。2007年度の段階で、日本の年金基金の過半数が、UNEP・FIの提唱するPRI（責任投資原則）を知らなかった。また、日本の年金基金でSRIを組み入れているのは6.9%と少数であり、また組み入れている基金の半数以上で組入れ比率が5%未満である。運用時におけるコーポレート・ガバナンスについても8割以上が考慮していない<sup>2</sup>。

日本にもSRIを10%以上組み入れていると回答する年金基金があったし、ここ2年で組み入れも進んでいるといわれている。また、少なくとも大半の公的年金の運用機関では議決権行使基準が作られ公開されている。しかし、ESG投資を促進する社会的・文化的背景という点では、日本の年金基金がESG投資をせざるを得ないと考えさせるような状況にはなく、まして、フランスのようにもともと積立方式には反対であってもESG投資であるがゆえに許容するという考え方をする人も少ないのではないだろうか。

ただ、このことは日本人自身が環境問題や社会問題、企業のガバナンスに無関心ということでは必ずしもない。これらと投資を結びつけるという観点での議論が少ない上に投資に対する意識が総じて低いのではないかと考えられる。

そもそも日本の個人金融資産の半分以上が現金・預金の形で持たれており、欧米先進諸国と比べ、株式や投資信託の割合は低い。これは国民が投資を考える機会が少ないということの意味するといえることができるであろう。また、日本人は一般的に年金の受益者としての意識が必ずしも高くなく、年金基金の投資先について意見を言うことが自分の権利であるというような認識も薄いのではないだろうか。まずは、自分たちが拠出した公的年金の資金や企業年金の掛金が、企業等に投資されているという年金資金運用の基本的な理解を広める必要がある。なお、国民の投資意識の涵養という観点から注目されるものとして、確定拠出年金がある。これは加入者自らが運用方法を指図するタイプの年金であり、最近加入者が増加しつつあるが、投資教育が課題となっており投資意識を高める契機になると考えられる。

## 1.2 法規制

### 海外年金基金の現状

今回、海外のESG投資に関する法規制についても調査した。調査結果は第5章第1節「各国のESG投資に関する法規制について」に掲載している。一言に法規制と言っても国ごとに実に様々なアプローチがあることがわかったが、大まかに「法的規制（開示要求）」、「ガイドライン・アプローチ」、「直接的な規制なし」の3つに分類することができよう。

「法的規制（開示要求）」は、法律において、年金基金に対してESG投資への取り組みについて言及するアプローチで、ESG投資を義務付けるものと、そうでないものがある。前者がフランス、スウェーデンの採るアプローチであり、共に公的年金基金の根拠法において、環境・社会・倫理を考慮した投資を義務付けている。ただ、それぞれ、法律上は投資対象等の詳細な投資方針への言及はないため、今回のインタビューではESG投資の実施にあたり基金が同法を

---

2 財団法人年金シニアプラン総合研究機構（2008）『SRI 及び PRI に関する調査』

いかに解釈するかに苦心した様子が伺えた。後者は、年金基金がESG要因を考慮した投資を行う場合にその内容について開示を要求する、というアプローチで2000年の英国の年金法改正に始まり、他国でこれが参考にされた。ESG投資を行うことに対して法律の「お墨付き」を与えることでESG投資への誘導を図るこの方法は、英国ではESG投資の契機とされている。しかし、近年、開示の形骸化により、同法がESG投資の本質的な促進にはつながっていないとの指摘も一部にはある<sup>3</sup>。

「ガイドライン・アプローチ」は、「自己責任を伴う自己裁量が許される」という点で法規制よりも緩い規制を設けるケースである。例えば、オランダにおける年金基金向けのESG対応を示すガイドラインを示すレポート（The Arrived Future 2007）、ノルウェーのクラスター爆弾等の特定の武器製造に関わる企業の投資対象からの排除を求める倫理ガイドライン、アメリカ・カリフォルニア州の年金基金（CalPERS、CalSTRS）に環境投資を要請する環境投資戦略（Green Wave Initiative）、等がある。

「直接的な規制なし」は、間接的に年金基金のESG投資に影響を与える法律が存在するケースを指す。例えば、アメリカで言うと環境（E）面では各州の再生可能エネルギー基準やその他環境に関連する州法、社会（S）面ではスーダン、ミャンマーへの不投資（ダイベストメント）を定めた州法、コーポレート・ガバナンス（G）面ではSOX（Sarbanes-Oxley）法やSECの議決権行使方針の開示要求、等が該当する。

#### 日本の現状・日本への示唆

〔図表1-3〕は日本の年金基金が挙げた「SRIを組み入れるために必要な条件」<sup>4</sup>であるが、SRIの情報・実績の充実を別にすると、SRIの導入に対する他律的な姿勢が見て取れる。このような状況では、何らかの拘束力がないと一時的な流行はあっても定着させることは困難であり、トップの交代で方針が180度変わるということも十分あり得るであろう。日本においてESG投資の普及を図るアプローチとして、規制は効果的であるのではないか。

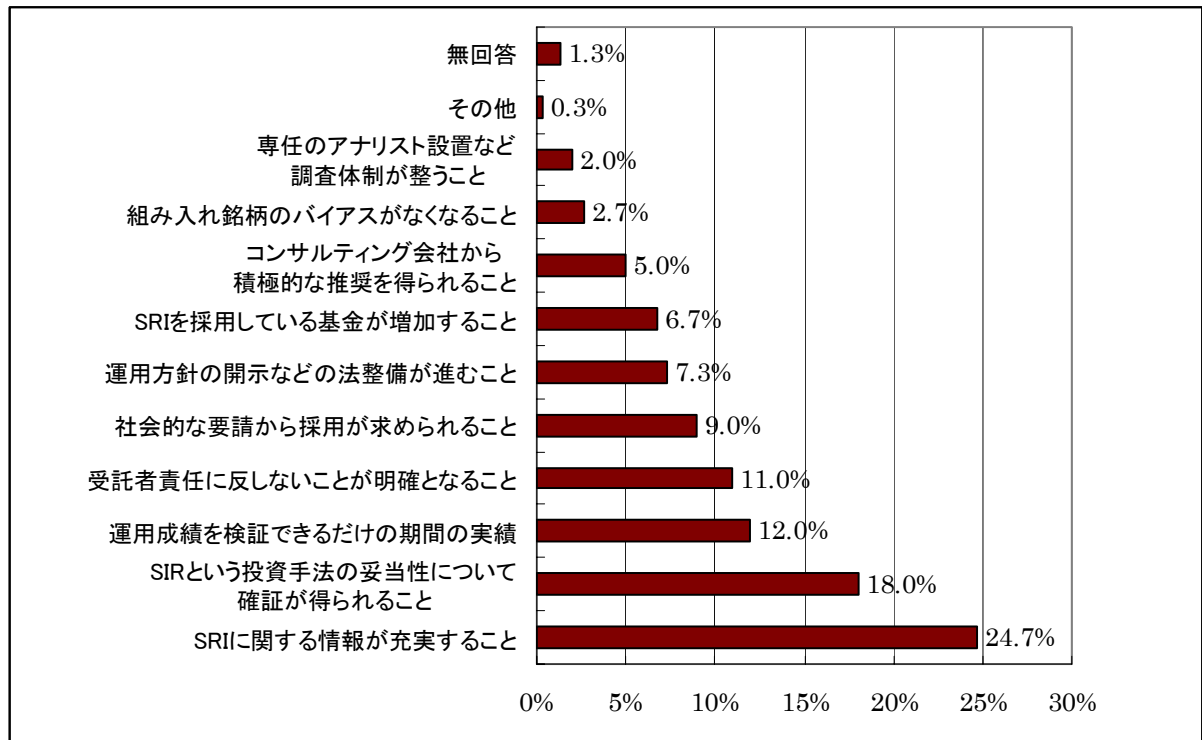
実際、回答が多かった条件の中には規制により解決が見込めるものが多く「運用方針の開示などの法整備が進むこと（7.3%）」はもちろんであるが、18.0%もの基金が挙げた「SRIという投資手法の妥当性について確証が得られること」という条件については、上述の英国のように、年金法でそのような投資手法を定義し法的根拠を与える（実施はあくまで任意）といった手法が考えられよう。また、「受託者責任に反しないことが明確となること（11.0%）」については、アメリカでERISA法の解釈が明確化されたように受託者責任とESG投資との関係を行政解釈として明らかにすること等が考えられるかもしれない。

ただし、英国のように法制化の効果に一部懸念が生じているケースもあるため、規制の要求レベルには注意を払いたい。また、同じ法制化でも、スウェーデンのように国家戦略としての環境政策の一環という位置づけであれば、国民的なコンセンサスを得やすいのではないだろうか。

3 Eurosif の見方では「公開内容が細かいところまで法制化されておらず、具体的な投資内容を浮き上がらせることができていない。」としている。

4 財団法人年金シニアプラン総合研究機構（2008）『SRI 及び PRI に関する調査』

〔図表1-3〕 SRIを現在組み入れていないが検討中の回答者（114）がSRIを組み入れるために必要な条件 N=300（重複回答あり）



（出所）財団法人年金シニアプラン総合研究機構（2008）『SRI及びPRIに関する調査』

### 1.3 ESG要因の考慮と受託者責任との関係

#### 海外年金基金の現状

今般調査した範囲ではESG投資が受託者責任に反するのではないかという危惧を表明した機関はなかった。各国ではESG投資を容認（促進）する法的・社会的背景があり、年金基金がこの実施をすることについてコンプライアンス上も正当化されるということであろう。むしろ、オランダでSRIと地雷問題に関するテレビ番組をきっかけに一挙に世論が高まりを見せたように、ESG投資を行わないことがリスクになるという状況すら生じている。

受託者責任に関しては、フランスのFRRでは、公的年金の運用機関という性格上広範な受託者責任を持つという指摘があり、ESG投資の取り組みに対する風評リスクに言及がされている。英国のUSSでは、ESGが企業価値に影響する可能性があることから、考慮しないことがリスクになるという考えに立って、ESG要因を考慮することは受託者責任であるとしている。

受託者責任との関係で問題になるのはむしろ米国であろう。ERISA法との関係で議論があったが、ESGのうちGについては、1994年のエイボン・レターにより議決権行使が受託者責任の範囲に含まれることが明確になった。また、EとSについては、1998年のカルバート・レターによって是認されたが、他の代替的な投資手段におけるリターンを下回らない限りという、いわば条件付になっている。米国では議決権行使はさかんであるが、SRIに関しては欧州と比べ必ずしも積極的とはいえない状況にあるが、規制の状況が1つの理由といえるかもしれない。

一方米国の公的年金はERISA法の規制対象外であり、州法によって規制される。例えばカリフォルニア州では財務長官が環境投資戦略を提唱し、環境投資の実施が要請されている。また、コーポレート・ガバナンス活動については、カリフォルニア州の公的年金は1980年代から極めて積極的な取り組みをしてきたことは有名である。

#### 日本の現状・日本への示唆

かつて日本では、SRI（社会的責任投資）は年金運用における受託者責任に反する、という考えが一般的だった。そこでは受託者責任のうち主に「加入者や受給者の利益のためだけに、忠実に職務を遂行しなければならない」とする「忠実義務」に問題があるとされてきたとされる。日本の年金基金へのアンケート結果からも、受託者責任上問題ないことが確認されることが、SRI組み入れの主要な条件となっている。年金運用におけるESG要因の考慮と受託者責任とのコンフリクトの懸念の解消は、日本における普及の最も大きな関門の1つとあって良い。

年金基金は加入者や受給者の老後の生活の安定のために年金を給付することを目的としており、その役職員や運用関係者は年金の加入者や受給者といった他人から託された資金を管理運用する立場にあることから、受託者責任を負うと考えられている。従って、年金基金の役員等はおもっぱら加入者と受給者の利益のために行動すべきであり、この観点からは、業務遂行上においてそれ以外の事柄、例えば環境保全や社会問題の解決などを考慮することは、この責任に反することになる。

しかし一方で、投資対象の企業は環境保全と大きな関わりを持っていたり、人権保護その他の社会問題に関係する活動を直接的・間接的に行っていたりすることがありうる。これらについて、ポジティブな評価を得て株価が上昇し、あるいは、ネガティブな評価を受けて株価が下落することが想定される以上、これらいわゆる非財務情報を年金基金の運用に当たって考慮することはむしろ必要であるとも考えられる。

従って、ESG投資が受託者責任に反するとは直ちにはいえないが、だからといって全く問題ないとまで断言も出来ないというのが、日本の年金関係者の平均的な受け止め方ではないだろうか。

このような状況におかれた年金基金の役員等に対し、ESG投資に率先して取り組むよう求めても、限界があるといわざるを得ないであろう。欧州の先進的といわれる年金基金においても、年金基金の率先したイニシアチブでESG投資が進んだということでは必ずしもなく、ESG投資を促進する法的、社会的な環境条件が整った上でのことであつたと総括できる。従って、日本でも年金基金がESG投資を積極的に進めるようになるには、受託者責任を負う年金基金の役員等がそれを正当化できるよう、必要な条件が整うことが望ましいであろう。

先に述べたとおり、有力な条件の1つが法規制であり、これには政治のリーダーシップが必要である。また、ESG投資の促進が行政的な目標として明確に位置づけられることによっても相当の促進が期待できるであろう。環境問題はこのきっかけになる可能性がある。

また、根本的にはESG投資に関する国民意識が進むことであると考えられ、この一環として、国民に対する年金教育や金融教育、確定拠出年金における投資教育などが充実することが望まれる。

## 1.4 ESG要因の考慮とパフォーマンス

### 海外年金基金の現状

ESG投資による投資パフォーマンス向上を裏付ける明確なデータは現在のところ存在しないものの、欧州の年金基金では、概ね長期的なパフォーマンス向上に有用であるという確信を有しているように見受けられる。例えば、オランダAPGでは、ESGはリターンに付加価値を与えると信じているとのことであり、スウェーデンのAP1は、ESGを考慮している企業は長期的に見て株価が上昇するという考えを持っている。英国USSも、ESGの改善を投資先企業に促すことが長期的リターンの向上につながると考えている。

ただし、必ずしもパフォーマンスの向上を第一義として投資をしているということでもない。例えば、フランスERAFPは、当初SRIはパフォーマンスをあげるためではなく、労働組合の要請を受けたERAFPの方針として意識されていた、と率直なコメントをしている。

総じていえば、ESG投資とパフォーマンスの関係については、まずESG投資が先にあり、これを正当化する考え方として長期的なパフォーマンス向上に対する確信に依拠しているという側面が強いように考えられる。

### 日本の現状・日本への示唆

パフォーマンス向上が明確になれば、上記の受託者責任の問題も解決され、ESG投資は有力な運用手段の1つとして自然に普及するであろう。環境に配慮する企業、社会的な要請に積極的に取り組む企業、ガバナンスに優れた企業が企業価値を高めるという考え方は一般的には首肯できるし、投資は結局のところ将来への不確実性の中での決断を伴う行為である以上、長期的パフォーマンスの向上につながるといえる確信に依拠することは十分に理由があると考えられる。

しかし、ESG投資には、その手法にもよるが、個々の企業に密着したエンゲージメントを行う場合はとりわけ高コストになる。スクリーニングなどのためにも特別のアナリストを必要とするなど付加的なコストがかかることからしても、他の投資手段と比べてパフォーマンス向上につながると断言することまでは必ずしも容易ではないのではないだろうか。

要は、ESG投資が始まってまだ日が浅いため、データの整備が進んでいないことからこのような議論が生じるのであろう。いずれ時間が経てばデータはその分出てくるであろうが、客観的・中立的評価を行うこと、そして特にESGの評価情報（非財務データ）と財務データの関係を分析することが肝要である。そのための調査研究基盤を強化することが、ESG投資の健全な発展のために不可欠であろう。

## 1.5 年金基金間の競争の存在

### 海外年金基金の現状

スウェーデンのブルーカラー労働者の確定拠出型の職域年金SAF-LOは、受益者が運用機関を多数（20社以上）の中から選ぶことができる（DCが大勢を占めるオーストラリアでも同様）ため、運用機関同士の活発な競争が存在する。そして運用機関の中には、受益者の目を気にして主体的にESG投資に取り組みそれを売りにしているところがある。ただ、ESGはあくまで顧

客への訴求要素の1つであり、その他の顧客ニーズとのバランスを意識する必要がある。SAF-LOで最大シェアを持つ運用機関のAMFは、長期的なブランド価値を高めることを目的にESG投資に取り組んでいるが、あえてそれを積極的にアピールしていない。なぜなら、AMFは顧客の最大のニーズである「ローコスト、ハイリターン」を徹底的に追求しており、こちらのアピールを優先しているためだ。結果、(AMFにとっては想定外ではあったが)顧客からのESG投資への取り組みの評価も高いという。

### 日本の現状・日本への示唆

日本の個人投資家は投資判断において、CSR、その中でもE（環境）とS（社会）に関する項目を重視しており<sup>5</sup>、ESG投資関連の商品に潜在的なニーズがあるといえる。よって、確定拠出年金制度でESG投資の商品の取り扱いを増やすことでESG市場規模の拡大に繋がる可能性はある。しかし、問題がある。運営管理機関が提供するESG投資関連の商品は必ずしも多くなく、運用商品に受益者の要望が反映される仕組みが今のところ無い。また、確定拠出年金は投資信託と比べても投資期間が特に長期に渡るため、インデックス商品や預金性商品と比べた運用報酬の高さが大きなネックになると思われる。ESG投資を組み入れた商品の運用手数料、税を優遇すると言った政策が効果的かもしれない。

## 2 年金基金自身によるESG投資への取り組み

### 2.1 ESG投資のアプローチの変化とパッシブの価値増大

#### 海外年金基金の状況

ESG投資のアプローチの動向にも変化がある。まず、ESG投資の起源はネガティブ・スクリーニングであるが、今日の欧州年金基金ではそれを原則行わずに、国際条約に基づいた最小限に留めるケースがほとんどであった。そして、従来の投資ユニバースを狭めるスクリーニング運用（ベスト・イン・クラス）から、ESG要因の考慮を投資プロセスに溶け込ませるインテグレーションへと主流が移りつつある。一方で、マテリアルではない（企業業績・企業価値に直接短期的には影響が認められない）場合や、インデックス運用等で個別銘柄の売却が困難であるような場合は、ESG問題の改善により企業価値向上を目指すエンゲージメントの動きが急速に広がっており、運用面で考慮できないという問題を補っている。

今回訪問した欧州の大手年金基金では、分散投資型のパッシブ・コアとアクティブ・サテライトのマネジャー・ストラクチャーを採用している。パッシブ・コアの部分では、たとえESG要因に問題のある銘柄があっても、ポートフォリオが歪んでしまうケースではリスク管理上売却することはできない。またインデックス・ファンドの場合、個別銘柄の売却は困難だ。しかし、そこで何も手を打たなければ、ポートフォリオの価値を上げるという受託者責任を問われかねない。そこで、コーポレート・ガバナンスを中心にしたエンゲージメントが始まり、2006年のPRI公開以後はESGの観点からエンゲージメントが行われるようになってきた。つまり、

---

5 環境庁「社会的責任投資に関する日米欧 3 カ国比較調査報告書」（2003/6）



ESG要因を考慮したエンゲージメントは、それがポートフォリオの価値増大のために必要ならば、受託者責任上もしなければならない行為であるとの考えが欧州の年金基金において広まりつつあると言えよう。

#### 日本の現状・日本への示唆

日本の公的年金基金や共済組合においては、その資産規模の大きさ（図表1-1参照）から、運用コストの効率性を高めること等を理由にパッシブ運用の比率が高く設定されている。議決権行使ガイドラインは設けられているが、ガイドラインに反する企業に発言したりアピールしたりするという事は殆んど行われていない。企業側も基金の議決権行使のガイドラインの存在を十分認識してないのではないかと考えられる。欧米と企業文化の異なる日本においては、積極的なエンゲージメントをしないことで受益者や世論の強い批判が起きることは考えづらい。

しかし、例えば、議決権行使基準にESG的な内容を入れることも、エンゲージメントのアプローチの1つであり、規模の大きい基金の場合はそれだけでも相当のインパクトがあると思われる。公的機関の企業活動への介入とは一線を画しつつ、あくまで投資先の企業価値を上げる有効な手段としてであれば、検討に値するのではないか。もちろん、事前にそのエンゲージメントによりどこに価値が生まれるかを良く知り、費用対効果の分析を行うことが必要であろう。

## 2.2 共同エンゲージメント・クリアリングハウスの拡大

### 海外年金基金の現状

PRI（国連責任投資原則）を共同エンゲージメントのプラットフォームとして利用する動きが急速に広がっている。今回訪問した欧州9基金は全てPRIに署名済みであり、インタビューでは、エンゲージメントを他の機関投資家と共同で行うことの必要性、そして共同エンゲージメントのクリアリングハウス<sup>6</sup>としてのPRIの有用性が多く聞かれた。具体的には、エンゲージメントにかかる人的リソースやコストを節約できる点をはじめ、単独では不可能なエンゲージメントが可能になること、例えば市場全体への働きかけや単独では相手にされない政策当局等との対話が可能になるという点があげられた。欧州ではこのような効用が知れることで、自然と共同エンゲージメントに移行する流れができています。

なお、文献調査した北米の年金基金についても共同エンゲージメントの事例が見られた。アメリカの年金基金ではSBAとWSIBが、CII（International Corporate Governance Network）の他メンバーと共同してコーポレート・ガバナンス改善のためのエンゲージメントを行っていた。カナダはCPPIBがPRI、CDP（Carbon Disclosure Project）を利用していた。

### 日本の現状・日本への示唆

現在、日本のPRI署名機関数は13（企業年金:3、運用機関:9、その他:1）<sup>7</sup>と今回調査した欧

---

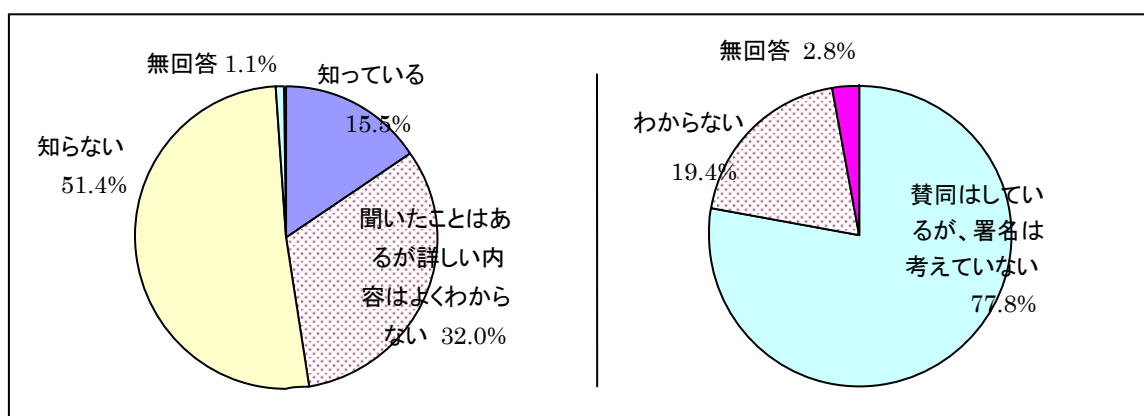
<sup>6</sup> インターネットを利用したフォーラム

<sup>7</sup> 2009年12月時点。PRIホームページより

州・北米6カ国と比べると非常に少ない。これは日本でPRIが広く認知されていないことが主な原因であろう。〔図表1-4〕は日本の年金基金のPRIの認知度を示すグラフで、当機構が2007年に実施したアンケートの結果である<sup>8</sup>。PRIを「知っている」と回答したのは15.5%にとどまり、CSRやSRIに比べ認知度は低かった。また、〔図表1-5〕はPRIを「知っている」と答えた基金に対してPRIへの賛同について質問した結果であり、「賛同はしているが署名は考えていない」とする回答が大半を占めた。これにより、PRIに署名することの意義や利点が十分見出されていない、ということが見て取れる。

〔図表1-4〕 PRIの認知度 N=465

〔図表1-5〕 PRIへの賛同 N=72



(出所) 年金シニアプラン総合研究機構 (2008) 『SRI 及び PRI に関する調査』

PRIの公表は2006年であるから、PRI署名機関の間での共同エンゲージメントが拡大したのはつい最近のことだ。PRIが定評ある共同エンゲージメント・クリアリングハウスへと進化しつつある今、日本の年金基金等も署名の必要性の有無を検討する価値はあるのではないだろうか。

また、公的年金がエンゲージメントを共同で行う意義として、「公的機関による企業活動への介入」と取られる懸念が薄れるということが考えられる。共同エンゲージメントには個々の投資家の名前が前面に出ることが控えられるという性質があるからだ。

## 2.3 批准条約等との一貫性

### 海外年金基金の現状

今回調査した欧州の年金基金の多くがESG投資を行う上で、クラスター爆弾禁止条約等の自国が批准する条約や国際的な協定（以下、「批准条約等」と言う）を参照していた。〔図表1-6〕に示すとおり投資先企業のESG要因に関する問題の有無を判断する基準として広く使われている。

8 財団法人年金シニアプラン総合研究機構 (2008) 『SRI 及び PRI に関する調査』

【図表 1-6】 批准条約等に則った投資方針の例

分類	基金名	略称	対面インタビューにおける 批准条約等に関する言及
<フランス>			
公的	フランス年金積立基金	FRR	戦略的資産配分(SAA)の策定において国連グローバル・コンパクト、ILO、武器禁止条約等を参照している。 ネガティブスクリーニングは、条約で禁止されている兵器のみに限定して行っている。
<スウェーデン>			
公的	スウェーデン国民年金第1AP基金	AP1	スウェーデンが批准する国際条約を基準に問題企業を抽出しエンゲージメントを行う。
生命保険	AMF年金保険会社	AMF	スウェーデンが批准する国際条約に従って禁止武器の排除を行っている。同様にILO、国連グローバルコンパクトも考慮している。
<オランダ>			
公務員	オランダ公務員総合年金	APG	APG自身の年金としての社会的付加価値のためにクラスター爆弾を排除しているが、そもそもオランダはクラスター爆弾の禁止条約を国として結んでいるので、そうでなくても投資はできない。

しかし、これらの批准条約等は年金基金に対して問題企業への不投資（ダイベストメント）を強制するものではないため、各基金自らの政策判断でこのような方針を採っていることになる。その理由は何であろうか。投資家が投資先企業の違反行動に対して道義的責任を負うとの基金及び受益者の考えが根底にあるからかもしれない。だがそれだけではない。ESG投資を始める際に拠り所とする原則（principle）として批准条約等はとても都合が良いものなのである。これについてスウェーデンの国民年金基金AP基金<sup>9</sup>のケースが明快なので紹介する。

AP 基金は2001年の根拠法に記された「倫理と環境を考慮して投資すること」と言う一文からESG投資をスタートすることになった。具体的な投資方針の策定は各AP 基金に委ねられ、最終的にどのAP基金もスウェーデンの批准する国際条約を遵守する企業に投資するという基準を設けることになった。その検討経緯はこうだ。まず、AP 基金はスウェーデンの全労働者から保険料を受け取る立場にあり、同基金の独断で投資対象を制限することは困難であるという事情があった。例えば、喫煙は合法であるにもかかわらず、AP1 がタバコを非倫理的だと見做してタバコ産業の銘柄を投資対象から排除しようものなら、多くの受益者から反発が起きる可能性がある。そこで各AP 基金はスウェーデン国民の全員が受け入れることのできるような原則はないだろうかと思案した。その結果、批准条約等を基準とすることは、国民の代表である議会が支持した外交方針に則ることであり、従って受益者（国内の全労働者）のコンセンサスを得られるであろう、という結論に至ったのである。

このように、年金基金という多様な価値観を持つ数多くのステークホルダーを有する機関にとって、その行動の正当性を説明付ける大義名分として、批准条約等は非常に適していると言える。つまり（特定銘柄への不投資もしくは投資推奨が法制化されている場合を除き）国の外交方針に沿った投資方針を設けるのが、ESG投資家を謳う年金基金にとって1つの自然な姿となる。

9 当研究の調査対象は AP 基金の 1 つの AP1 だが、AP 基金では AP1~AP4 が共同で ESG 投資の意思決定をしている。

## 日本の現状・日本への示唆

欧州ではクラスター爆弾、アメリカではスーダンへの不投資が盛んであるが、これらに対する海外と日本の感覚の差は大きいように見受けられる。問題自体への国民の関心の高低は別にして、日本の市場の特性として特定の業種や事業を倫理などを理由に投資対象から排除するネガティブ・スクリーニング型のコンセプトが受け入れられにくいということがあるのだろう。これは、日本の個人向けSRI市場が海外と異なりエコファンド等のポジティブ・スクリーニング型から発展してきたことが示す事実である。

それでは条約への批准という視点ではどうか。一般的に日本は他の先進諸国と比べ人権関係の条約への批准が遅れていると言われるが、わが国は〔図表1-7〕に示すとおり、海外の年金基金が特に着目している基本労働条約（児童労働の禁止、結社の自由等）、クラスター爆弾禁止条約、オタワ条約（対人地雷の規制）を既に批准している。

現在、日本の主要な公的年金<sup>10</sup>の投資方針においてESG的な投資対象の制限事項は設けられていない。仮に投資先企業において日本の批准する国際条約への違反が発覚したとしても、実際に社会問題化する可能性は低いだろう。よって、条約への批准の事実だけで、ESG投資を始める動機付けにはなりそうもない。それでは、本論点から得られる日本への示唆は何か。やはり、欧州基金の多くと同様に、日本で今後年金運用へのESG投資の導入議論が活発になった際、もしくは導入が決まった際、具体的な投資プロセスの検討において、メルクマールの候補の1つとしてわが国の批准する条約等を取り上げてみるということではないか。また、違反銘柄への投資はリスク要因となる可能性も否定できない。リスクマネジメントの一環として条約を意識してみるとということも考えられるだろう。

〔図表1-7〕 日本が批准する条約等の例

分類	名称	概要	日本の批准年
E	京都議定書	温室効果ガスの削減	2005年
	バーゼル条約	有害廃棄物の国境を越える移動の規制	1992年
	ロッテルダム条約	有害化学物質等の輸出入の事前同意手続	2003年
	ストックホルム条約	残留性有機汚染物質(POPs)の使用禁止	2002年
S	ILO182 最悪の形態の児童労働条約	児童労働の撤廃、児童及び年少者の保護	2001年
	ILO138 最低年齢条約	児童労働の撤廃、最低年齢、就業条件	2000年
	ILO98 団結権及び団体交渉権条約	結社の自由／団体交渉及び労働協約	1953年
	ILO87 結社の自由及び団結権保護条約	結社の自由、団体交渉・労働協約	1965年
	難民の地位に関する条約	難民の人権保障と難民問題解決のための国際協力	1982年
	たばこの規制に関する世界保健機関枠組条約	たばこ広告・販売への規制、密輸対策	2005年
	クラスター爆弾禁止条約	クラスター弾の定義と禁止	2009年
	オタワ条約	対人地雷の規制	1999年
G	OECD多国籍企業行動指針	OECDコーポレート・ガバナンス等(法的拘束力無し)	1976年

(注) 批准年には受諾年、発行年等を記載

10 Pensions & Investments (2008年12月22日付)の総資産額の世界ランキング100位以内の6基金のホームページで公開されている投資方針書等を調査。年金積立金管理運用独立行政法人(1位)、地方公務員共済組合連合会(9位)、企業年金連合会(18位)、国家公務員共済組合連合会(31位)、勤労者退職金共済(75位)、私立学校共済組合(100位)

## 2.4 ESG専門家との共同

### 海外年金基金の現状

ESG要因を投資プロセスにインテグレートするには、ESG専門家（化学や環境科学、生物学等の専門家）とアナリスト、ファンド・マネジャーの共同作業が必要になる。これを実現するには、アナリストやファンド・マネジャーがESG専門家の提供する情報が新たな投資アイデアを創出する可能性のあることを認識することが必要になる。現在、欧州の年金基金を中心に、以下の課題解決に向けた取り組みが進行している。

- ① ESGに関して新たな投資機会を抽出する試み⇒これによってESGに関するストラテジックなポートフォリオが提案されることになろう。
- ② ポートフォリオのESGに関するリスク管理⇒ESGについて新たなリスク管理手法の開発が求められることになろう。
- ③ ポートフォリオ構築の制約条件⇒投資対象資産のリスクとリターンへの影響も検討することが必要になろう。

### 日本の現状・日本への示唆

アナリストやファンド・マネジャーがESG専門家の提供する情報が新たな投資アイデアを創出する可能性のあることを認識することが重要である。今後少なくとも証券アナリストは、ESGに関する現状認識、ESG専門家の評価方法の理解、企業のサステナビリティの評価方法といったことについて、対応が求められるだろう。

## 2.5 実験的プレーヤーの存在

### 海外年金基金の現状

欧州では年金基金等によるESG投資に関する研究助成、パイロット・プロジェクトの実施、そしてオルタナティブ資産の組み入れ等、先進的な取り組みが多数行われていた。FRRはESG投資関連の学術研究の支援を熱心に行っている。スウェーデンの公的な環境研究財団Mistraは、長期的な競争力獲得という国家戦略のもと、環境問題の研究（技術、投資、政策等）に対して強力な資金助成をする他、同財団の保有資産の運用でESG投資を実践し、さらに公的年金（第7AP基金：AP7）と連携して環境関連の新技术をプライベート・エクイティを介して産業に育成する試みを行っている。プライベート・エクイティは、最新技術の知識や各種規制等の専門性がないと扱えないため、ここでアカデミック専門のMistraとファイナンス専門のAP7の間でギブアンドテイクが成立するという。AP1は外部調査機関と組んで、外国企業の議決権を行使することの意義を評価するパイロット・プロジェクトを実施中で、今年は海外企業に実際に議決権を行使した。APG、PGGMはマイクロファイナンス、ヘッジファンドなどESG投資としては新しいアセットクラスの組み入れに積極的だ。以上はほんの一例であるが、これらの実験的プレーヤーの存在はESG投資の発展、投資手法の進化に一役買っていると見えよう。

## 日本の現状・日本への示唆

欧米では、取捨選択が必要な程ESG投資に関する調査研究が盛んなのに対し、日本では明らかに少ない。海外でESG投資が盛んだから日本でもやる必要がある、という理屈は当然成り立たないが、日本の公的年金基金等には、少なくとも日本でESG投資を行うことの是非の判断材料を作る目的で、調査研究を実施することは期待したい。ただし、日本のESG投資の市場規模は欧米に比べはるかに小さく、日本市場における実証的な研究が困難であるといった事情があるため、パイロット・プロジェクトを伴うものであるのが望ましいだろう。

## 3 年金基金等が直面する課題とそれに対する対策

### 3.1 エンゲージメントと各国文化の低い親和性

#### 海外年金基金の現状

欧州基金の多くがエンゲージメントの試行錯誤の過程を熱心に語っていたのは印象的だった。例えばフランスのFRRは、エンゲージメントは非常に（資本と経営の分離が進んでおり、株主を会社の唯一の主権者と位置づける）アングロサクソンの手法であり（労働者の経営参加が普通の）フランスの企業文化には馴染みがないため、フランス企業にエンゲージメントの行為というものを理解させることに苦心したという。そのために、FRRはエンゲージメントの相手のフランス企業に対し、エンゲージメントの性質や相手企業、誰と一緒に、何の目的で行っているのかを事前に説明する、という対策をとっている。スウェーデンのAP1はエンゲージメントを始めた当初、皆がビギナーでトライアンドエラーを繰り返してワークプロセスを作ってきたこと、特に外国企業との対話について苦労した経験を語った。そして、メール、電話等の方法を経由して、現在は対象企業を絞った上で基本的に対面（face-to-face）で行うことにしており、それは対話をより有意義にするために非常にパワフルな方法になっているという。また、重要なのは相手国の企業文化、各企業のコーポレート・ガバナンスを学ぶことだと言っていた。

#### 日本の現状・日本への示唆

現在日本では、エンゲージメントはほとんど行われず、一部で議決権行使が検討される状況であろう。その議決権行使も、ガイドラインを設け、基本的に運用機関任せである。この理由は、上述のフランスの例と同じく、エンゲージメントの行為が日本の企業文化にそぐわないと見なされているからではないだろうか。少なくとも旧来の株式持合の日本的経営の下では「物言わぬ株主」が基本であり、物言う株主、つまりエンゲージメント的な行為をする株主はいわゆる「総会屋」を想起させてしまうという問題も考えられる。このような事情から企業側は株主から意見を言われることに、年金基金は株主として企業に意見を言うことに慣れておらず、よって、日本では、エンゲージメントは具体的に何をするのかということについて、企業と株主の間でイメージが共有されていない状態であるといえよう。

しかし、上述の例のように海外でもエンゲージメントの手法は各国それぞれ紆余曲折を経て発展させている。グローバルな手法をそのまま持ち込む必要は無いのだから、日本的経営を熟

知っている日本の機関投資家が日本独自のエンゲージメントとして、日本市場の特徴、良さをうまく取り入れたアプローチを作り上げていくことはできないだろうか。現に、日本の企業文化に合った形のエンゲージメントを工夫しようという動きが一部で出てきている。

### 3.2 “SRI” という名称が持つ旧来のイメージ

#### 海外年金基金の現状

欧米で“SRI (Socially Responsible Investment)”という名称は「倫理的投資」とか「社会運動の一環」というイメージが強く、ニッチな投資手法と見られる傾向がある。これは伝統的に宗教団体や労働組合等がSRIの中心を担ってきたことによる。今回訪問したフランス年金積立基金 (FRR) が「我々の行う投資はSRIではない」と強調していたのも、このようなイメージを踏まえて、倫理面だけを見てESG投資を行うべきではないという同基金の理念を示す意図があったからであろう。

こうした状況で、海外では”SRI”の旧来のイメージを払拭するべく、他の言葉に言い換える動きがある。2006年に公表されたPRI (国連責任投資原則) がSRIのS (Social) を省いて“RI (Responsible Investment :責任投資)”と称したのをはじめ、他にも「サステナブル投資」、「ESG投資」と呼ぶケースが増えている。名称の変更がどれだけ普及に寄与しているのかを測ることはできない。しかしPRI以降ESG投資の市場が急速に拡大していることは事実である。

#### 日本の現状・日本への示唆

日本では“SRI”に対してある程度固定化されたイメージが2つあると考えられる。1つは、リテール用の投資信託によりSRIのコンセプトが広まったことから定着した「SRIと言えば個人向け投資信託のイメージ」。もう1つは、かつてSRIの受託者責任上の問題が一部で取り沙汰されたことによる「年金基金がSRIを扱うことへの漠然とした負のイメージ」である。

本章で度々触れてきたとおり、ESG投資は決まったやり方があるわけではなく、投資家達の試行錯誤により様々なアプローチが発展してきた。新しい手法の中には日本の投資家にも十分受け入れられるものがあるかもしれない。だが一度持った印象というのはなかなか変わらないものだ。どんなに優れた投資手法でも”SRI”の看板の下ではどうしても先入観を持って理解されてしまうし、そもそもアクセスされないということも考えられよう。

したがって、日本でも“SRI”から別の呼び名に変えることで、より広い投資家層にアピールする可能性があるのではないか。欧州ではPRIの“RI (責任投資)”がスタンダードのようだが、”SRI”が既にある程度普及しており”SRI”の”S”が取れることに大きな意味のあった欧州と違い、日本では「ESG投資」の方がより新しいものとして印象付け、名称から投資内容を具体的にイメージさせることができるものと考えられる。

### 3.3 金融危機の影響

#### 海外年金基金の現状

欧州の各基金に今般の金融危機がESG投資の業界へもたらす影響について聞いた。業界の見通しについては、意見が割れ、運用業界の中では壊滅的な打撃を受けた分野ではなく金融危機

が成長の良い機会になるという意見もあれば、メインストリーム運用部門の人減らしの余波を受け下火になるとの意見もあった。ただ、ほぼ全てに共通していたのは、昨年の金融危機は（米国企業の）劣悪なガバナンスによってもたらされたという共通認識から、ガバナンスにこれまで以上に注目が集まっており、そして企業のマネジメントを見るうえでESGはいい指標になるであろう、という見方だ。

#### 日本の現状・日本への示唆

今回の金融危機により日本の年金基金も大きな痛手を受けた。この過程で従来当然と考えられていた投資に関する考え方を根本から見直すことの必要性も指摘されている。年金運用のあり方を考え直す機会にもなっており、その一環として、企業価値を長期的に向上させる手法としてESG投資により大きな注目が集まってもよい時期ではないかと考えられる。

### 3.4 会計基準・財政基準・業界慣行による短期思考

#### 海外年金基金の現状

ESG投資は長期的なリターンを求めるものであるが、年金基金、運用機関が短期的な戦略を重視せざるを得ない状況を生み出している要因がある。欧州基金のインタビューから次のような事項が聞かれた。

#### ① 企業年金における母体企業の会計上のプレッシャー

通常の企業年金は年金資産の運用状況や年金債務を母体企業に毎年説明する必要があり、母体企業の方は財務諸表への影響が大きい部分だけに神経を尖らせていることから、どうしても短期的なパフォーマンスに目が行ってしまう。

#### ② 積立水準（年金資産／年金債務）の目標等の年金財政の規制

これにより、たとえ長期的な効果に疑問があったとしても、短期的な対策を迫られることがある。

#### ③ アセット・マネジャーの評価期間の短さ

アセット・マネジャーの評価期間は業界標準で四半期～1年等の短期であり、ESG投資と親和性の高い長期投資を行うインセンティブが生まれにくい。（USSやAP1など一部の先進的な基金では、ESG投資と親和性の高い長期投資にフィットするような評価体系に見直す動きが出てきている。）

#### 日本の現状・日本への示唆

この論点については、日本の状況は海外と大きくは変わらないだろう。年金基金のステークホルダーに短期パフォーマンスを必要以上に重視させないような仕組みづくりが必要ではないか。①の会計上のプレッシャーについては、世界的な時価会計化の流れを受け今後より強まる可能性もある。母体企業が企業年金をビジネスコストにおける長期的な戦略として捉えられるような会計基準の策定が望まれる。②の年金財政の規制については、確定給付企業年金制度と厚生年金基金制度において受給権保護を目的とした継続基準・非継続基準の財政検証の実施



が規定されている。この中で資産価値の短期的な変動による基準への抵触を、変動を平準化することである程度回避する手段が用意されているが、これが年金基金の長期投資を促すという意味でどの程度実効性を有しているのかについて再考する必要があるだろう。③年金基金の運用機関に対する評価の期間は一般的に3年以上（マネジャーを入れ替えるという意味では）であり海外に比べると長いといえる。ただし、運用機関において、ファンド・マネジャーのパフォーマンスにリンクするインセンティブ（ボーナス等）の構造は短期思考である。運用機関のファンド・マネジャーに対する評価、報酬体系も長期運用にフィットするものに変えていくべきであろう。

### 3.5 ESG投資に関する情報の不足

#### 海外年金基金の現状

欧州基金の対面インタビューにおいて、ESG投資の課題として、現状ESG投資に関する情報が質、量ともに十分満足できる水準に達していないとの指摘が多く聞かれた。この情報には、証券ブローカーのESG投資レポートやEIRIS等のESG評価会社のESGレーティング、FTSE4good等のESGインデックス、そしてISS（Risk Metrics）等の議決権行使コンサルタントの示す投票推奨等が含まれる。質と量のレベルは国によっても、業種や企業によっても差が大きく、もっとローカルな視点に立った情報が欲しいとの意見もいくつかあった。

#### 日本の現状・日本への示唆

日本の年金基金に対するアンケート調査<sup>11</sup>では、SRIを組み入れるために必要な条件として最も多かった回答が「SRIに関する情報が充実すること」<sup>12</sup>であり、日本の年金運用においては「情報の不足」がESG投資の普及を阻む大きな原因の1つとなっている。日本はESG投資の市場規模の小ささや、海外情報へのアクセスにおける言葉の壁もあり、ESG投資情報の取得という点では欧米よりもいっそう困難な状況にあるといえよう。

しかし、明るい材料もある。日本企業は世界的に見てもESGのE（環境）に関する情報の管理や公開が非常に進んでいるのである。環境省の「環境にやさしい企業行動調査」<sup>13</sup>によると、2008年で上場企業の実に半数近くが環境情報（CSR報告書、環境報告書）を作成、公表している。また、国際的な環境マネジメントシステム規格であるISO 14001の認証取得組織数は2007年において中国に次ぐ世界第2位<sup>14</sup>であり、その他の国を大きく引き離している。環境省の同報告書では上場企業の75.9%が認証を取得している。認証を取得しているということは、一定水準の環境対応がなされ、評価を受けるための所定の環境情報の整備が企業内部で行われていることを意味している。更に、英国のESG調査会社のEIRISは2009年のレポートで、日本企業は温室効果ガスの排出量や気候変動にかかるリスクの定量化に関する情報の開示が、世界的に見

---

11 財団法人年金シニアプラン総合研究機構（2008）『SRI 及び PRI に関する調査』

12 「SRI を現在組み入れていないが検討中」と回答した年金基金の 24.7%（N=300）が SRI を組み入れるために必要な条件として回答。

13 <http://www.env.go.jp/policy/j-hiroba/kigyo/index.html>

14 The ISO Survey – 2007 <http://www.iso.org/iso/survey2007.pdf>

て非常に進んでいると評価している。<sup>15</sup>

以上から、日本では企業が公開する環境に関する“素”の情報は豊富だが、それが投資家のリサーチに十分に使える状態に加工されていない、という点が重要な課題である、ということがいえそうである。

欧米ではESG投資、RIに特化した業者が数多く存在し、彼らが企業の発表する素の情報を投資家のリサーチに使える状態（ESGレーティング、ESGインデックス等）に加工するという役割を果たしているのに対して、日本ではそのような機関は非常に少ない。ただ、欧米ではそのような機関は宗教団体、労働組合のようなSRIのコアな投資家がバックにいて発展してきた経緯があるため、日本でもそういうものがない限り、ビジネスとして成立させるのは難しいことは確かだ。海外の専門機関の情報を買うという手段も考えられるが、ESG投資情報はローカル市場に精通していないと正確な情報を得ることは難しい。例えばアメリカの議決権行使コンサルタントのISS（Risk Metrics）に対しては、「アドバイスの内容が米国寄り」との批判が欧州の多くの基金で聞かれた。やはり日本の市場やビジネス慣行を熟知している日本の機関がこのようなデータ加工に取り組むことの意義は大きいはずだ。まずは、研究機関や年金基金等のパイロット・プロジェクトとして取り組んでみてはどうか。

そして、日本でそのような機関が育てば、開示する企業側に共通の基準で比較評価されるという緊張感が生まれ、それによって開示情報の質の向上が図られるであろう。また企業にとっても開示した情報が投資家による企業評価に活用される可能性が高まるというメリットがある。

また、ESG情報に関するディスクロージャの規格については、現在、環境省の環境報告書をはじめ、GRI、KPI（ドイツ）、CDP等様々なものが存在する。環境報告書とCDPはE（環境）の情報のみで、S（社会）とG（コーポレート・ガバナンス）の情報はGRI、KPIにしか含まれていないが、GRIはESG投資という観点からすると細かすぎて不要な項目が多いという批判も一部にあるようだ。既に日本企業に相当程度普及している環境報告書のSとGへの拡張というアイデアも考えられよう。

## むすび

本調査研究を開始する段階では、日本の年金基金がESG投資に積極的ではないのに対し、欧米の年金基金でこれが積極的に行われているのは、年金基金関係者の意識がそれだけ進んでいるからではないかとの暗黙の仮説があった。しかし、実際に欧州の年金基金を実地に調査してわかったことは、年金基金の率先した取り組みによるというより、ESG投資を促進する法的、社会的背景があり、各基金ともやらざるを得ないか、やるのが当然という環境の中で受身的に取り組みを進めてきたということであった。

---

15 EIRIS (2009) “Climate Change Tracker: Asia”  
<http://www.eiris.org/files/research%20publications/ClimateChangeTrackerAsia09.pdf>

このことは、日本においてESG投資を促進するために、年金基金の主体的な取り組みに期待しても限界があることを意味している。直接年金基金に働きかけるより、それを促進するような周囲の条件の整備を図ることがむしろ早道といえるであろう。政治のリーダーシップや行政的な目標の明確化は大きな促進要因になると考えられる。

このきっかけになる可能性があるものの1つとして環境問題が考えられる。従来はSRIと称されてきた投資手法であるが、昨今の環境問題に対する比重の高まりやUNEP・FIのイニシアチブを踏まえ、今後SRIを「ESG投資」と呼ぶことが適切であろう。

ESG投資はあくまで年金運用の手段である。メディアや確定拠出年金を通じた投資教育充実による国民の投資意識の高度化や、労働組合など労働者でありながら投資家でもあるようなセグメントの意見を引き出すことによって、投資に関する日本なりの社会的、文化的な基盤が形成され、年金運用のあり方などの理解と評価が進む一環として、ESG投資についても一定の見方が出来上がってくるのが本来望ましいといえるであろう。そのような投資に対するより高い国民意識の中でこの投資が発展していくようになることを期待したい。

## 参考文献

- 河口真理子（2009）『欧州主要年金基金のESG投資事情』大和総研  
宮井博（2009）『欧州機関投資家のESG動向～投資プロセスへのESG 要因のインテグレーション～』日興フィナンシャル・インテリジェンス

## 第 2 章 日本の公的年金基金に ESG 投資を広げる ためには

河口真理子（株式会社大和総研 経営戦略研究部長）

### 1 なぜ ESG 投資は「年金ありき」なのか？

日本において社会的責任投資（Socially Responsible Investment: SRI）のコンセプトが広がる契機は 10 年前の 1999 年に発売された「エコファンド」であろう。しかしこの SRI という名称は、海外では、サステイナブル投資、責任投資、あるいは ESG 投資と言い換えられる傾向がある。と同時に、ESG 投資の最も重要な担い手として、年金基金、とりわけ公的年金基金の存在が以前にもまして注目されるようになってきた。

日本で知られるようになったエコファンドは、個人投資家をターゲットとしたリテール用の投資信託である。これが SRI のコンセプトを広げたことから、日本では SRI イコール個人向け投資信託、というイメージが定着してしまった。こうした認識下において、実は欧米市場では SRI は年金など長期投資を手掛ける機関投資家に向けた投資手法であることを訴えても、なぜ SRI は年金基金が手がけるものなのか？ という疑問のほうが多く提示されてきた。

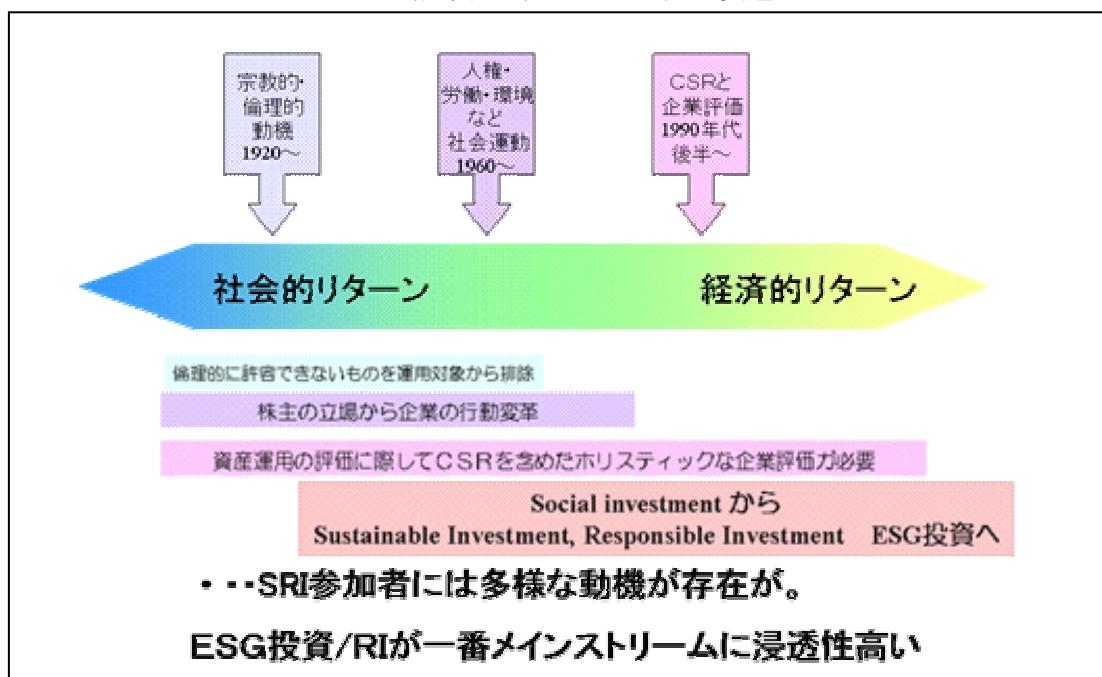
ちなみに、SRI のルーツは米国におけるキリスト教教会の資産運用である。教義上認められない産業や企業（タバコやアルコール、武器など）を投資対象から排除するといういわゆる「ネガティブ・スクリーニング」という考え方を投資に組み込んだことから始まっている。これは、特定の産業や企業を最初から投資対象から外すことで、投資ユニバースを狭めることになる。こうした排除型 SRI は、個人の思想で好きに投資する個人投資家は良いとしても、年金基金のように多くの加入者の資金を受託して運用する立場からは、運用担当者や理事の個人的な倫理上の考え方によって投資ユニバースを狭めてしまう SRI は、受益者のために最大限の努力をするという受託者責任との軋轢を生じると考えられてきた。

たしかに、宗教上の理由で最初から投資ユニバースを狭めることは受託者責任上行えないとしても、SRI の手法はこのネガティブ・スクリーニングだけではない。逆に、環境や社会的取り組みで優れた企業を評価し、財務評価と合わせて投資判断をする、というポジティブ・スクリーニングという手法があり、実際日本で発売されたエコファンドや各種 SRI ファンドは、ネガティブ・スクリーニング型ではなく、ポジティブ・スクリーニング型である。ネガティブ・スクリーニングが使われなかったのは特定の業種や事業を倫理などを理由に排除するというコンセプトは日本では受け入れにくいという判断と、「環境に配慮したい」、「環境配慮に優れている企業を応援したい」という個人にアピールするという発想があったからである。このポジティブ・スクリーニングは、投資ユニバースを狭めることはないので、受託者責任との軋轢は生じない。さらに、このように企業を財務面のみならず、環境社会面から評価することは、長期的には企業価値評価に直結するとされ、受託者責任上の義務違反とは

考えられない、という法的な見解<sup>1</sup>も 2005 年には出されているのであるが、SRI という看板の下では、倫理や価値判断に基づくという SRI の印象は変わらず、機関投資家にはさほど浸透してこなかった。

ちなみに、SRI の長い伝統がある欧米でも、宗教団体や労働組合等が長らく SRI の中心を担ってきたことから、SRI イコール倫理的投資、あるいは社会運動の一環というイメージは強く、一定の資産規模があるとはいえ、主流の投資とは認められにくかった。(図表 2-1)

〔図表 2-1〕 SRI の歴史的変遷



(出所) 大和総研

## 2 ESG 投資と年金基金の新たな関係

### 2.1 PRI と ESG・責任投資という新たな考え方

こうした状況で、SRI のメインストリーム化のために 2006 年に責任投資原則 (Principles for Responsible Investment : PRI) が策定され、これを境に以前のような SRI のイメージとそのコンセプトは変化し始めたといえよう。PRI においては社会や環境側面に配慮した投資のことを SRI (Socially Responsible Investment) の S (Social) を省いた RI (Responsible Investment 責任投資) と称している。これは、欧米でも Social という、かつての倫理投資というイメージが強く、ニッチな投資手法と見られがちであったこと、また、何をもって Social とすべきか、例えばキリスト教の価値観をベースとしたものでは、違う宗教の国や地域では受け入れられないし、受託者責任の問題を解決できないことなどが背景として考え

<sup>1</sup> 原典は、Freshfields Bruckhaus Deringer 'A legal framework for the integration of environmental, social and governance issues into institutional investment (http://www.unepfi.org/fileadmin/documents/freshfields\_legal\_resp\_20051123.pdf)

られる。実際に PRI の前文で、受託者責任問題について、

「私たち機関投資家には、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、(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、受託者責任に反しない範囲で、私たちは以下の事項へのコミットメントを宣言する。<sup>2)</sup>

と規定し、受託者責任について、年金基金などの機関投資家を実施することには問題ないというお墨付きを与えている。実際に、欧米を中心に PRI 署名機関では公的年金基金による署名が少なくない。2009 年 11 月末現在、署名機関 647 中 192 が資産所有者であり、この大半が年金基金であるし、また PRI 策定にあたっては、本報告書作成にあたり取材した英国の大学年金基金の USS など、公的年金基金の関与が小さくない。

PRI が、ESG に配慮した投資—ESG 投資や責任投資という考え方を広める一方で、欧米金融機関の SRI 担当部署や SRI サービス関係機関は、S を Social ではなく、Sustainability に置き換え、宗教的価値観や社会運動的色彩を薄めるなど、従来の SRI の考え方を軌道修正するようになった。例えば、英国の SRI の業界団体である UK Social Investment Forum は、2007 年 4 月、創立 15 周年にあたり団体のミッション声明<sup>3)</sup>を改定した。新旧ミッション声明を以下に記す。

#### 新ミッション

「UKSIF は持続可能で責任ある (Sustainable and responsible) 金融サービスにかかわる会員制ネットワーク組織である。UKSIF は責任ある投資 (Responsible Investment) および、持続可能な経済発展と生活の質および環境の安全性をサポートする金融サービスの普及啓発を促進する。我々はまた、個人および機関投資家に対して彼らの投資に価値観が反映されるように支援する。」

2 出所 責任投資原則 <http://www.unpri.org/principles/japanese.php>

3 出所 <http://www.uksif.org/> 'UK SIF Launches New Mission Statement at 11 Downing Street'  
引用部分は大和総研で仮訳、下線部筆者。

### 旧ミッション

UKSIFは、社会的責任投資 (Socially Responsible Investment) にかかわる会員制ネットワーク組織である。UKSIFの第一の目的は、英国の投資家に対してSRIを推進し、SRIのプラスの社会的影響を広めることにある。UKSIFは、すべての具体的な社会環境倫理の問題は、通常の投資決定プロセスに組み込まれるべきで、全ての投資家が彼らの価値を投資に反映することが可能になるべき、と信じている。

ここでは、SRIから社会 (Social) という言葉が消滅すると同時に、SRIの中身が「投資決定プロセスに社会環境倫理の問題を反映する」ことから「持続可能な経済発展と、生活の質、環境の安全性をサポートする」に変化している。また、欧州各国のSIFを取りまとめるNGO団体のEurosifでは、団体のミッションを単純明快に「持続可能性の問題を金融市場を通じてaddress(語りかける、位置づける、扱うなどの意)すること」としている。

## 2.2 公的年金においてESG投資がなぜ必要とされるか？

では、なぜ公的年金とESG投資なのか？ 第一の理由として長期運用を前提とする年金基金の性格とESG投資の親和性が高いことがあげられる。財務面だけでなく広く企業のESG側面を投資判断に組み入れることは、長期的な企業価値向上に、あるいはリスク低減につながると考えられている。このことは各種アンケート調査でも同様の結果が確認されている。

(図表 2-2)

〔図表 2-2〕 各社会性項目が英国主要企業の企業価値に与える影響度

		重大な プラス 影響	多少の プラス 影響	影響なし	若干の マイナス 影響	重大な マイナス 影響	不明
環境マネジメント	短期*	3	55	36	5	0	1
	長期*	34	55	10	0	0	1
良好な雇用	短期	8	61	27	3	0	1
	長期	26	54	19	0	0	1
途上国のニーズ尊重	短期	3	34	57	5	0	1
	長期	15	61	22	1	0	1
コーポレートガバナンス	短期	25	59	15	0	0	1
	長期	43	43	11	0	0	3
コミュニケーションと情報の透明性	短期	5	46	43	3	0	3
	長期	28	52	19	0	0	1
顧客との良好な関係	短期	26	49	24	0	0	1
	長期	43	42	15	0	0	0

\* 短期は1年、長期は5-10年を想定。

英国年金基金運用管理者79人のアンケート 2005. 10-12月実施

(出所) Just Pensions 'Will UK Pension Funds Become More Responsible? 2006 Edition'

次に ESG の諸項目、特にガバナンス項目については欧州のアナリスト・投資家が投資判断時に重要、ある程度重要と考えているという調査結果を図表 2-3 に示す。

〔図表 2-3〕 企業評価・投資における ESG 要因の重要度[1（低）－5（高）で段階評価]

		アナリストの企業評価時	投資家の投資判断時
環境	環境方針	2.57	3.10
	環境マネジメント規格の認証	2.24	2.75
	環境目標(数値目標)	2.36	2.74
	環境配慮型製品サービス	2.59	2.92
	大気中への排出の管理	2.72	2.99
	水資源保護	2.57	3.02
	廃棄物処理	2.67	3.04
人権	人権の尊重	3.15	3.69
	児童労働・強制労働の排除	3.14	3.76
労働	企業戦略への人権問題の統合	3.23	3.41
	ダイバーシティーマネジメント	2.89	3.15
	職場の労働安全	3.02	3.36
	従業員参加の促進	3.32	3.42
	労働時間管理	2.83	3.00
	教育	3.62	3.57
地域共生	社会・経済開発支援	2.81	3.03
	地域での活動内容	2.46	2.86
	地域社会の利益への貢献	2.47	2.81
	製品の社会的影響	2.92	3.18
ガバナンス	ガバナンス規範の遵守	4.11	4.29
	投資家と良好な関係	4.73	4.50
	内部監査	4.51	4.51
	株主の権利の尊重	4.51	4.54
	役員報酬	4.12	4.21
	役員会の構成	4.12	4.16

(出所) ECCE ‘Use of Extra-financial Information by Research Analysts and Investment Managers’ 2007.3

ESG 投資を年金基金それも公的な年金基金が手掛けるべきであるというもうひとつの根拠は、年金基金、特に公的年金基金の公的な投資家としての性格・責任である。前掲の PRI の前文に下線で示した箇所の「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」がこれに該当する。すなわち、株式投資とは企業の株主（所有者）になることでもあり、間接的にはその企業の事業がもたらす社会的帰結に対して道義的な責任がある、という考え方である。特に公的年金の場合、その基金のミッションの中にこうした社会的責任を明確に規定している基金も少なくない。図表 2-4 は、PRI に署名した大手公的年金基金の、署名をした動機を示したものである。ここで注目したいのは、これらの公的年金基金の多くが、その基金のミッションとして、加入者にきちんとしたリターンを支払うことに加えて、国や社会への経済的・社会的貢献も謳っている点である。ここで彼らが経済的・社会的貢献をミッションに掲げているのは、彼らの巨額な資金規模に鑑みて、自国の経済・社会に与える影響が大きいこと、さらに「公的」年金のスポンサーは公共サービスを担う公的組織であるので、その母体組織自体のミッションと矛盾しないという理解があると思われる。図表 2-4 より、欧米の公的年金基金のみならず、



ブラジルやタイの基金も社会的責任を明確に認識し署名していることがわかる。

〔図表 2-4〕 大手公的年金による RI 実施状況

年金基金	年金の概要	責任投資原則署名の動機
ABP	オランダの公務員年金・資産は2650億ドルで世界第二の規模	基金の第一の義務は、加入者に可能な限り最高のリターンを還元すること。だがこれに加えて、基金の規模からその資本市場での影響力と社会への責任も認識している。ABPのファンドマネージャーは、長期的視点での運用を求められ、企業の長期的な目標と持続可能な成長を果たす企業を評価するために、関連するESG情報も分析する。また、思慮深い企業家精神にサステナビリティとガバナンスは結びついており、経営者はこれらの問題に答えられなければならないと考えている。
Caisse de depot et placement du Quebec	カナダ・ケベック州の公的年金基金。資産総額は1435億ドル	Caisseのミッションは「与えられた投資方針と、ケベック州の経済的発展へ貢献するという枠組みの中で、最適なリターンの獲得を目指すこと」と法律で定義されている。Caisseでは、経済発展はよき企業市民としての活動と不可分と考えており、投資対象企業には地域社会に対して責任ある行動を求め、企業の社会的側面は、複数の投資判断材料の一つだが決定的要素ではない。
CalPERS	米国カリフォルニア州の公的年金。資産規模派2300億ドルで米国最大、世界で3番目。	CalPERSは、コーポレートガバナンスの分野でリーダーである。思慮深い株主の権利行使はリスクを最小化すると同時に株主価値を増加させることができると考える。投資対象企業の経営者に対してはグローバルサリバン原則に反しない行動を要求する。
ノルウェー政府年金	ノルウェーの石油ファンドを継承して2006年にスタート。運用資産2800億ドルと欧州最大の年金基金	2004年に政府が倫理ガイドラインを策定。これによると基金の目的は、国の石油からの収入が将来世代の利益となるように、健全な経済的リターンを生み出すことで、健全な経済的リターンは、持続可能な発展と相反しない。とされる。またガイドラインでは人権侵害や腐敗、重大な環境汚染など非倫理的な活動を促進する可能性の大きな投資は明確に禁止されている。
PREVI	ブラジル銀行の従業員年金。ラテンアメリカ最大の年金基金	ブラジルにおける最大級の投資家として、PREVIは資本市場における影響力とその責任を認識している。PREVIでは、企業とは環境や社会の課題が適切に対処されることで、ブラジルの持続可能な発展への変化をもたらす要因と考えている。PREVIの主要目的は加盟者に退職後経済的な安定を与えることである。その安定は健全な環境と社会情勢によってもたらされる。PREVIでは、ESGは企業の価値を創造する能力を決定する重要な要素と考えている。また健全な財務リターンの追求と社会的・環境的責任を結びつけることは可能なだけでなく、すべきことだと考えている。PREVIの経営陣は、ESG問題は適切に考慮されるべきと信じている。
Australian Reward Investment Alliance (ARIA)	豪州政府職員の年金基金。運用資産は135億ドル	企業の貧しいESGの実態は財務リスクにつながり、企業価値の減少につながるかと考える。受託者として、加盟者の財務的利益を代表する立場からESGを含んだ全てのリスクは最小化されなければならない。このことは、加盟者の長期的投資リターンの最大化と矛盾しない。
英国環境庁年金	英国の環境庁職員年金。運用資産総額は27億ドル	環境庁自体の目的と、基金の投資方針を一致させることが重要と考える。2005年に策定した投資方針ではファンドマネージャーは環境やその他の社会的リスクで財務的な価値に影響を与える要素考慮すべきことを明記。特に気候変動は企業価値に影響を与える重要な要素。このことは受託者責任に合致すると考えている。これは気候変動の財務リスク、環境破壊がもたらす潜在的コスト、環境対応技術がもたらすチャンスを検討する投資を意味する。また環境リスク・チャンスを経営に生かすことができる企業は長期的に財務的価値も高まると信じている。

出所) UNEPFI ‘2007 Report : Responsible Investment in Focus : How leading public pension funds are meeting the challenge’ より大和総研で抜粋・仮訳

なぜ、年金には、こうした公的な性格・社会的責任が求められるのだろうか？ それは、基金の受益者が労働者という構造に由来する。

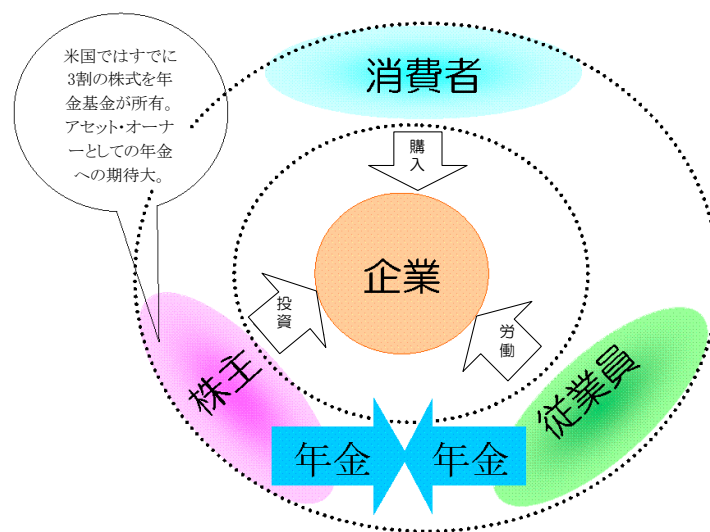
経済学、特にマルクス経済学では、企業を取り巻くステークホルダーとして資本を提供す

る資本家と、労働を提供する労働者を対立する概念と捉えてきた。その上、企業の生産物を購入する消費者は、資本家と労働者とは別に存在するとされてきた。しかし現在の先進国の状況を見ると、資本家と労働者は必ずしも対立する概念ではなくなっている。多くの労働者は様々な年金基金に加入しており、知らず知らずのうちに間接的に株主になっている。またこうした労働者が企業にとっての顧客＝消費者層を形成している。(図表 2-5)

すなわち、年金基金の加入者は将来の受給者であると同時に、現在の従業員であり消費者である。年金基金の資本市場におけるプレゼンスの拡大にともない、知らぬ間に、企業をとりまく最も重要なステークホルダーである株主と従業員が、いまや一体化しているのである。

ここで、年金基金加入者の年金受給者という直接的な側面に注目すれば、当然、給付金の確保とその最大化が最重要の使命となる。しかし、加入者の、現在は従業員であり消費者である、という別の側面を考慮すれば、その資産運用を通じて従業員や消費者の生活向上に寄与すること（労働条件の改善、地球温暖化対策、食や生活の安全性確保、バリアフリー、消費者保護など CSR の様々な側面）も年金基金の間接的なミッションとなるのである。年金基金は加入者の利益を最大化することをミッションにするならば、運用努力で受給額を最大化することと同時に、その巨額な運用資産をバックに影響力を駆使して投資対象に ESG の側面を考慮することで、間接的に社会の安定・環境の改善を促すことができる。

〔図表 2-5〕 株主責任の視点・消費者・従業員・株主



(出所) 大和総研

### 3 日本で ESG 投資を公的年金基金に広めるためには

以上、欧米のみならず図表 2-4 に示したように、ブラジルやタイなどの公的年金基金にも広がりつつある ESG 投資の状況とその動機について概観した。ちなみに図表 2-4 には示していないが、最近では韓国の公的年金も PRI に署名している。こうした世界のすう勢を見る

につけ、日本の公的年金でも ESG 投資に積極的に取り組むべきと考えざるを得ないが、最後にもう一つ重要な点を議論したい。それは「なぜ SRI を普及させる必要があるのか」ということだ。金融関係者の間には、パフォーマンス向上のためにわざわざ ESG 情報を分析する SRI など必要あるのか？ という意識がいまだに根強い。財務データの分析だけでもかなりの作業量であるのに、社会や環境など、金融関係者が疎い情報を評価に組み込むことは、多大な労力と知識、ノウハウの蓄積が必要となる上に、その評価手法は確立されていない。最近、欧米では、SRI とパフォーマンスの関連を分析する調査が増えており、SRI はパフォーマンス上プラスという調査結果も増えているが<sup>4</sup>、ESG の課題を組み込んだ SRI 運用のパフォーマンスが優位であると証明されているわけではない。では、なぜ欧米の機関投資家は SRI に熱心に取り組むのか？ それはまさに図表 2-4 に示した、投資家の社会的責任、ひいては金融の社会における責任という意識が年金基金だけでなく社会の根底にあるからだと考える。

日本の金融関係者の間では、金融哲学、金融の社会的責任について論じられることがほとんどなかった。今でこそ貸し手責任は議論されているが、金融論の教科書などをみても金融の社会的意義についてはほとんど触れられることなく、金融手法の説明解説が主である。その結果金融の現場では、社会的責任を考える前に、投資は最小のリスクで最大のリターンをあげる、すなわち、自己の金融資産をいかに増やすか、そのための手段という認識が強くなったようだ。日本においてなぜ ESG の考え方を投資に組み込む必要があるかを論じても、その必然性はほとんど納得されることはなかった。なぜか考えると金融におけるリターンは金融の中で完結し、実社会に与える影響を考慮する必要性を金融当事者が考える場というのでは与えられず議論もされてこなかった。

しかし、環境を破壊しながら 10%の金銭的リターンをあげる企業と、5%のリターンしかないが環境を保全しながら業務を続ける企業と、どちらに投資すべきなのだろうか？ 金銭リターンだけ考えて投資した場合、その企業によって破壊された環境について投資家には責任は生じないのだろうか？ また武器製造会社と、省エネ製品製造会社はリターンが 20%なら、投資判断上同列なのだろうか？ 金銭上は等価でも、その具体的な事業内容によって、社会に与える影響は大きく異なる。世界の金融市場がこれだけプレゼンスを高める中で、巨大な機関投資家の動向が社会に与える影響は極めて大きい。

欧米では、学校の金融教育の一環として、個人レベルでのこうした金融との付き合い方や金融哲学を子供のころから学ぶが、日本では、こうした金融の社会的役割、金融を扱う人の責任について体系的な教育が行われていない。そのため、日本社会においては金融機関にこうした社会的責任を求める社会の圧力も弱い。また金融機関関係者もこうした社会的責任をあまり考えたことがないのが実態だろう。しかし、グローバル化する社会において、SRI 市場の拡大や PRI 署名機関の増加などにみるように、投資家の社会的責任を自覚した投資家が

---

4 国連環境計画金融イニシアチブ「Demystifying Responsible Investment Performance」では、SRI とパフォーマンスの関係を調査した代表的学術論文 20 と、ブローカーレポート 10 を精査した。その結果、学術論文では、半数の 10 論文が正の相関、中立が 7、負の相関は 3 であった。ブローカーレポートでは 3 レポートで正の相関、7 が中立だった。

増え始める中で、ESG を考慮する投資家は増えていくだろう。

2009年9月、鳩山首相は2020年に温室効果ガスを25%削減すると宣言し、COP15に向けて、先進国では絶対量での大幅削減、途上国も削減目標を掲げる。産業革命以降の人類の経済成長が無制限に化石燃料を使うこと、すなわち温室効果ガスを増やしてなされてきたことを考えると、その使用量を減少させるという戦略は画期的であり、今までの経済のパラダイムを根本から変えることとなる。今後、投資家はこうした社会のパラダイムの変化、そしてESGが投資判断に大きな影響を及ぼす社会に変わりつつあることを前提に投資をしていかなければならない。そう考えると、新たな枠組みでの新たな投資手法—ESGを考慮した投資—を採用することは、受託者責任上必要となる可能性も出てくる。とくに労働者の引退後の生活の安寧のためにある年金基金の性格上、こうした長期的な社会のトレンドをきちんと投資に織り込むことに対して社会の合意は得られやすいと考える。



# 第3章 ESG投資の実施

## 1 海外の ESG 投資手法と体制

寺山恵（マーサー グローバル責任投資チーム シニア・コンサルタント）

本節では最初に ESG 投資のアプローチについて整理する。一口に ESG 投資といっても決まったやり方があるわけではなく、ESG 投資を実践しようとする投資家の試行錯誤によって様々なアプローチが発展してきた。これらの手法はお互い排他的というよりはむしろ補完的である。また、ひとつのファンドが複数のアプローチを採用することもめずらしくない。年金などの機関投資家もいくつかのアプローチを組み合わせていることが多い。次に、主に年金などの機関投資家が ESG 投資に取り組む際に必要な体制構築について整理する。

### 1.1 ESG 投資のアプローチ

#### 1.1.1 伝統的資産クラスへの投資手法

##### ネガティブ・スクリーニング

特定の業種や個別の企業を投資対象から排除するものをネガティブ・スクリーニングという。宗教団体の資産運用においては、やはり宗教の教義に反した投資はできないだろう。また大学や病院などの資産運用においては教育上の問題や健康被害などに平気ではいられないといった考えかたで、資産運用も当該組織のミッションや存在意義を超えることはできないということは納得がいくことである。また、どの組織も所属する社会に受け入れられてこそ存在できるという考え方（License to operate）からは、リターン追及のためには手段を選ばぬということは許されないだろう。

しかし、セクターや特定企業を排除することにより投資可能ユニバースが、排除をしない投資戦略より小さくなる。多様な事業を展開する大企業であると、どこかにネガティブ・スクリーニング対象のビジネス部門を持っていることも多くなる。そのため多くのセクターで上位企業が排除されてしまう事態にもなりかねない。投資ユニバースが制限されることはパフォーマンス上不利であり、ネガティブ・スクリーニングのみではリスク調整後のパフォーマンスは、排除しない場合よりも劣後することが考えられる。したがって、前述のように、資産運用でパフォーマンスを追及するより以前の問題として、組織上「やってはいけない」ものであれば、「やった場合」のパフォーマンスと比較する必要はないが、組織上「やっても」問題はない団体の資産運用がことさらネガティブ・スクリーニングを導入する合理性は資産運用の観点からはないといえる。

このように、ネガティブ・スクリーニングの要請は、そもそも組織の存在意義やミッションといったレベルから来るが、多用すると資産運用のパフォーマンスにマイナスの影響を及ぼす。それでも実際には、特にアメリカでは南アフリカのアパルトヘイトへの不投資運動が社会運動として発展してきた経緯があり、ネガティブ・スクリーニングが盛んである。現在、

27 州、23 市、61 大学がスーダンへの不投資政策を採用しており、公的年金や企業年金にもスーダンへの不投資を認めている(Mercer, 2009)。個人向けの SRI ミューチュアル・ファンドでも武器、ギャンブル、アルコール、動物実験などへのネガティブ・スクリーニングが一般的である (SIF, 2009)。

#### ベスト・イン・クラス (ポジティブ・スクリーニング)

ネガティブ・スクリーニングをやりすぎると、リターンへの影響が誰の目にも明らかになってくる。社会的責任投資であっても投資である以上、なんらかの運用上の目標があって投資しているわけであって、合理的なリターンを追求することは必要である。悪いものを一方的に排除するだけでなく、素朴に ESG 要因を考慮することで優良な企業が選択できるのであれば超過リターンが獲得できるのではないか、という考え方になるのは自然な流れである。

また、ESG 要因は各セクターによってインパクトも違う。たとえば金融セクターであれば環境項目は比較的穏やかであるが、鉄鋼や自動車なら環境が大きな位置を占めるだろう。セクターを越えて企業を比較することは難しい。そこで各セクター内において企業に ESG ランキングをつけ、最も ESG からみて優秀と思われる銘柄を選択する。つまり各セクターで最も良い企業に投資することからベスト・イン・クラスもしくはポジティブ・スクリーニングと呼ばれる。この手法だと、セクターだけでなく、地域であってもその地域ごとのベスト・イン・クラスを選べば良いので、銘柄選択以外のファクターを最適化することもでき、ベンチマーク運用に向いている。また、銘柄が十分に分散されているケースでも、ランキングの高い企業をオーバーウェイトし、ランキングの低い企業をアンダーウェイトにすることによって、ESG を銘柄のウェイトに反映させることもできる。このように、ベスト・イン・クラスでは分散されたベンチマーク運用で ESG 投資を可能にし、かつ ESG のアルファを狙えるプロダクツとなっている。ベスト・イン・クラスの ESG アルファは、市場が十分織り込めていない ESG 問題に対応できる企業の価値の発見と財務分析だけでは掴みきれないリスク・ファクターの発見による損失の回避から来ると考えられるが、アルファ獲得は常にマネージャーのスキルの問題であることは ESG 投資であっても変わらない。

発展の過程がネガティブ・スクリーニングの改善だったので、実際には純粋なベスト・イン・クラスは少なく、ネガティブ・スクリーニングと混在しているケースが多い。また、純粋に ESG ランキングのみで各セクターのリーダーを決めるやり方と、ESG 分析に加えて財務分析も加えてスコアリングする場合がある。前者の例では、Dow Jones STOXX Sustainability Index のシリーズは各セクター内の銘柄選択を様々な ESG 項目で評価し、高ランキングの銘柄で構成されている(DJSI, 2009)。銘柄選択においてはネガティブ・スクリーニングを行っていない。後者の場合は、後述するインテグレーション、つまりリサーチや投資プロセスに ESG 分析を組み込むものへとになっていく。

#### インテグレーション (アクティブ運用)

ベスト・イン・クラスの考え方をさらに進化させ、ESG の分析と財務分析や他のファンダメンタル分析と融合させて銘柄やセクターを選択するやり方をインテグレーションと呼ぶ。

前項まで議論してきたように、株式の資産クラスでは ESG 投資はアクティブ運用の中に様々な機会を見出すことができる。インハウスであれ外部委託であれ、ESG 要因をリサーチに加えたり投資プロセスに組み入れたりすることによってアクティブ運用全体の中で ESG 投資を実践することができる。資産運用の一部を ESG 投資に割り当てるのではなく、通常の投資プロセスの中に組み入れていくことにより、ポートフォリオ全体に ESG 考慮を反映させていこうという考え方である。ESG 投資は隠れたリスクの発見につながりリスクマネジメントに資すると考えられるが、そうであればドローダウンの回避は、ESG 投資のプロダクトだけでなくポートフォリオ全体に適用した方がよいだろう。また ESG 投資は長期的なリターンの向上に貢献すると考えられているが、メインストリームか ESG かといった二者択一ではなく、ポートフォリオ全体の投資プロセスに ESG 考慮を追加した方がよりメリットを享受できるだろう。

インハウス運用では ESG に対する投資方針は運用全体に影響するので、インテグレーションの要素が強くなると考えられる。委託運用ではいくらかの資産額を ESG 投資に割り振るとことが考えられるが、委託先の選択においてやはりインテグレーションのすすんだ運用プロダクトを採用することによって、メインストリームと ESG の両者からアルファの獲得を狙えるようになる。国連責任投資原則の 2009 年のプロGRESS・レポートでは ESG インテグレーションを署名機関に質問したが、マーケット全体からみたシェアは株式市場でまだ 5%にすぎない(PRI, 2009)。しかし、今後はこのアプローチが主流になっていくものと考えられる。

〔図表 3-1〕 PRI 原則 1 : ESG インテグレーションの進捗状況

Asset Class	Assets subject to integration via PRI signatories (US\$ in trillions)	Total market size (US\$ in trillions)	Share of total market subject to integration by PRI signatories (%)
Listed equities, developed markets	1.29	27.2	5
Listed equities, emerging markets	0.17	5.4	3
Fixed income, excl corporate	0.67	22.9 <sup>(a)</sup>	3
Fixed income, corporate	0.77	6.2 <sup>(b)</sup>	12
Listed real estate	0.06	0.4	15
Unlisted real estate	0.19	10.0 <sup>(c)</sup>	2
Private equity	0.12	2.5 <sup>(d)</sup>	5
Hedge funds	0.06	1.5 <sup>(e)</sup>	4
Infrastructure	0.04	18.9 <sup>(f)</sup>	<1

(a) Sovereign plus quasi-sovereign

(b) Corporate plus high yield but excluding asset-backed

(c) Real estate currently owned by professional investors for an investment purpose. Inclusion of assets that are currently owner-occupied but which may in time become institutionally-owned raises the total to US\$16 trillion. Figures are as at December 2006.

(d) Overall assets under management by private equity firms including an estimated US\$1 trillion in funds raised but not yet deployed.

(e) A similar figure (\$1.4 trillion) was provided by Bank of New York Mellon Casey Quirk

(f) Estimated total stock of infrastructure assets, including assets in public ownership.

Sources

Listed equities, developed and emerging markets: World Federation of Exchanges

Fixed income: Bank of America Merrill Lynch Bond Index Almanac

Listed real estate: FTSE EPRA/NAIRET Global Real Estate Index

Unlisted real estate, private equity and infrastructure: RREEF

Hedge funds: Deutsche Bank 2009 Alternative Investment Survey

資料 : PRI Report on Progress 2009, 19



## テーマ運用

テーマ運用は ESG 要因をリターンの源泉として捉えるアクティブ運用である。例えばクリーン・テクノロジーや水資源関連など環境テーマやガバナンスに着目するガバナンス・ファンドなどがある。こういったテーマには超過リターンの獲得機会があるという考え方で、またメインストリームのプロダクトとは違った動きをすると考えられることからポートフォリオの分散効果も期待できるとされる。もっとも、実際に ESG 由来の超過リターンを獲得できるかどうかは常にマネージャーのスキル次第であることは要注意である。ESG のテーマは様々であり、専門的な知識が必要である。また、一般的に集中度が高くリスクは高めで、個々のテーマ特有のリスクが存在すると考えられる。

クリーン・テクノロジーやそのサブセクターであるクリーン・エネルギーはテーマ運用において主要なテーマでこの分野への投資残高は急増している。マーサーのグローバル・データベースによれば、このテーマの上場株式のファンドはすでに 600 を超えている。一方、ガバナンス・ファンドは、ガバナンスの弱さが原因で株価が低迷している企業に対し、エンゲージメントを行い、ガバナンスを改善することで株価を上昇させることができるという考えに基づく。ガバナンス・ファンドは、ガバナンスを改善することによりパフォーマンス向上が期待できる銘柄を探し、株式を購入してエンゲージメントに乗り出す。一般的にテーマ運用のファンドはベンチマークを持たないものが多い。

### 補足) ESG と債券投資

実際には債券の資産クラスでは ESG 投資はあまり一般的ではないが、いくつかの試みは行われている。とりわけ、対象となるのは事業債とエマージング債券の分野であろう。企業のクレジット・リスクは、株式のバリュエーションと同様、ESG 要因を考慮することによって隠れたリスクや収益機会を見出せるかもしれない。また、エマージング諸国では汚職や人権侵害など政治的な問題も経済への影響を通じて債務返済能力に影響を及ぼす可能性がある。また発展途上国の一部は気候変動の影響を最も受けやすいとされるため、環境要因はエマージング債券のリスク分析においてますます重要になってくるだろう。

## 1.1.2 オルタナティブの資産クラスへの投資手法

### プライベート・エクイティ

ESG 要因を考慮することはリスク管理と長期的なリターンに貢献すると期待されているが、プライベート・エクイティは投資ホライズンが長く、またハイリスクで集中度が高くなることから、ESG 投資とは相性が良さそうである。実際には、デュー・デリジェンスのプロセスに ESG 要因の分析を組み入れることが考えられる。

また、クリーン・テクノロジーは上場株式のテーマ運用と並んでプライベート・エクイティの資産クラスで急成長しているテーマである。サブセクターであるクリーン・エネルギーをテーマとするプライベート・エクイティも同様に急成長している。New Energy Finance によれば、クリーン・エネルギー投資の市場規模は 2008 年で 1554 億ドル、そのうち 135

億ドルがプライベート・エクイティであったという(CleanEdge, 2009)。しかし、このテーマは規制や補助金など制度リスクも高く、最新技術の知識も必要であり、専門性がないと扱えない。また、セクターの集中度も高くなるが、一方、伝統的資産だけでなく他のプライベート・エクイティとの連動性が低いと考えられ、資産クラス内での分散、しいてはポートフォリオの分散に貢献すると考えられる。年金などの機関投資家ではファンド・オブ・ファンズで取り組む場合と直接投資がある。

### ヘッジファンド

プライベート・エクイティと異なり、ヘッジファンドの投資ホライズンは短期的なので、あまり ESG 投資は馴染まないとする考え方もある。しかし、ヘッジファンドの中にはアクティビスト・ファンドがあり、この株主アクティビズムが企業行動を変化させているという見方もある(Bratton, 2007)。もし、株主アクティビズムがターゲットの企業のコーポレート・ガバナンスや他の企業行動の向上に役立っていれば、当該銘柄のリスクを減少させていると考えられるので、これを ESG 投資とみてもよいだろう。

また、投資可能ユニバースにネガティブ・スクリーニングを入れた SRI ヘッジファンドも存在する。ファンド・オブ・ファンズの形態もあり、各ヘッジファンド・マネージャーは排除や制限されているセクターや銘柄に取り組むことはできない。ただし、この制限事項は長期的なパフォーマンスの改善に貢献するわけではない。

他にヘッジファンドの戦略として ESG に着目するケースもある。ロングショート戦略において例えばサステナビリティに長けた銘柄を買い、遅れている銘柄を売るといったやり方であるが、一部こういった戦略をもつヘッジファンド・マネージャーも現れているが、まだ有効性について評価は定まっていない。繰り返しになるが、このような投資アイデアが実現するかどうかは、マネージャーのスキル如何である。

### インフラストラクチャー

有料道路や空港などインフラストラクチャーへの投資は、長期的に需要が一定で、キャッシュフローが安定し、インフレヘッジになるとみられていることから、長期の投資家にとってリスク分散には理想的な資産クラスとの見方がある。この資産クラスは比較的新しいため、明示的に ESG 投資を謳うものはまだないが、上場株式を対象とするインフラストラクチャー・ファンドであれば、銘柄選択に ESG 考慮を組み入れることは比較的容易だろう。直接投資であっても対象になるものがライフラインであったり学校、病院といった社会インフラだったりすることから、ESG 要因をデュー・デリジェンスに組み入れることは比較的自然的な流れであると考えられる。

### 不動産

二酸化炭素の排出の半分は、何らかの建築物から出てくることもあり、不動産は地球温暖化問題と密接な関係がある。本格的脱炭素社会においては建物のエネルギー効率性もしくは二酸化炭素の排出量はその物件の時価を決める主要な要素になるだろう。大きな不動産のポ

ートフォリオを持つ年金など機関投資家は、不動産ポートフォリオ全体のエネルギー効率化やサステナビリティなどグリーン不動産の要素を高めようと努力しているところがある。エネルギー効率の高い不動産は収益性が向上し、長期的な価値を高めると考えているためである。

直接保有している不動産については、案件購入時にエネルギー効率やコミュニティや環境への長期的なインパクトなどを考慮することで ESG 投資を実践することができる。LEED や CASBEE といったグリーンビルディングの認証を投資の条件にするという方法もあり、インテグレーションは進みやすいと思われる。不動産ファンドや不動産投資信託 (REIT) では、ESG 考慮を謳うものはまだあまり多くはない。

### 森林投資

森林への投資は米国では歴史的にみると S&P500 をアウトパフォームしており、またインフレヘッジにもなるため魅力的な資産クラスであると考えられている。また森林は二酸化炭素を吸収することから、森林投資自体が温暖化防止に貢献するので ESG 投資の実践となると考えることもできる。一方、リスク要因も、山火事やストーム、害虫などやはり気候変動の影響を大きく受ける。また、温暖化防止の観点からも森林伐採に対して世界はますます神経質になっており、商業林であっても影響がないとはいえないこともリスクである。このように見ると、森林投資は最初から ESG 要因と深い関連がある。具体的にはデュー・デリジェンスにおいて ESG 要因、とりわけサステナビリティや環境要因を考慮することが必要である。

### マイクロファイナンス

ノーベル賞を受賞したムハマド・ユヌス博士のグラミン銀行の成功でマイクロファイナンスが注目されるようになったが、最近では機関投資家がマイクロファイナンスへの投資を開始するケースが出てきている。マイクロファイナンスは、通常の金融機関の融資基準に満たない貧困層の個人やスモール・ビジネスを対象としているが、グラミン銀行の延滞率は驚くほど低く、安定していることが知られている。したがってリターンは安定的でボラティリティが低いことが期待でき、また他の資産との相関もほとんどないと考えられることからポートフォリオのリスク分散に貢献すると考えられている。このような資産クラスの特性に加えて、マイクロファイナンス自体が貧困の解決に貢献する点で、ESG 投資の実践にもなることが、マイクロファイナンスに取り組む動機付けにもなっているようである。

#### 1.1.3 株主行動 (議決権行使とエンゲージメント)

世界的に年金などの機関投資家は投資先の企業に対して株主としての意識を強く持つようになってきている。国連責任投資原則の第 2 原則にも「我々はアクティブな株主となり株主行動の指針や実践に ESG 問題を組み入れます」とあり ESG 投資の 2 本柱の 1 つとなっている。具体的には以下のような実施項目がある。

- 株主行動の指針の作成と公開
- 議決権の行使
- エンゲージメントの体制整備
- ESG 問題に関する株主提案
- ESG 問題に関するエンゲージメント
- 共同エンゲージメントへの参加
- 委託先の運用機関への ESG に関するエンゲージメントの要望とその報告
- 各株主行動の評価

### 議決権行使のガイドライン

ESG 投資を実践するにあたっては、まず議決権行使のガイドラインに、ガバナンスおよび他の重要性のある ESG 項目についての方針を加える必要がある。機関投資家によって、ガイドラインは様々であるが、どういった ESG 項目に重点を置くのか、議決権行使でもって何を達成しようとしているのか戦略的で実際的な方針があることが望ましい。また、より企業のコーポレート・ガバナンスを強化し、透明性やアカウンタビリティの向上を目指すという目標の下、最近では議決権行使においても共通の方針でもって投資家が連携するケースが増えている。

また、ガイドラインの策定にあたっては外部のサービス・プロバイダーを利用してリサーチや方針の整理を効率化することもよく行われている。ガイドラインは毎年見直すのが望ましい。とりわけ、ESG 問題は比較的新しく、気候変動のように政治的枠組みなど外部環境も変化していくので、戦略の見直しと共にガイドラインのアップデートも合わせて行う必要がある。また、議決権行使の効果について評価を行い、それをガイドラインに反映させていくプロセスもあると良い。

### 株主エンゲージメント（株主提案や経営者との対話）

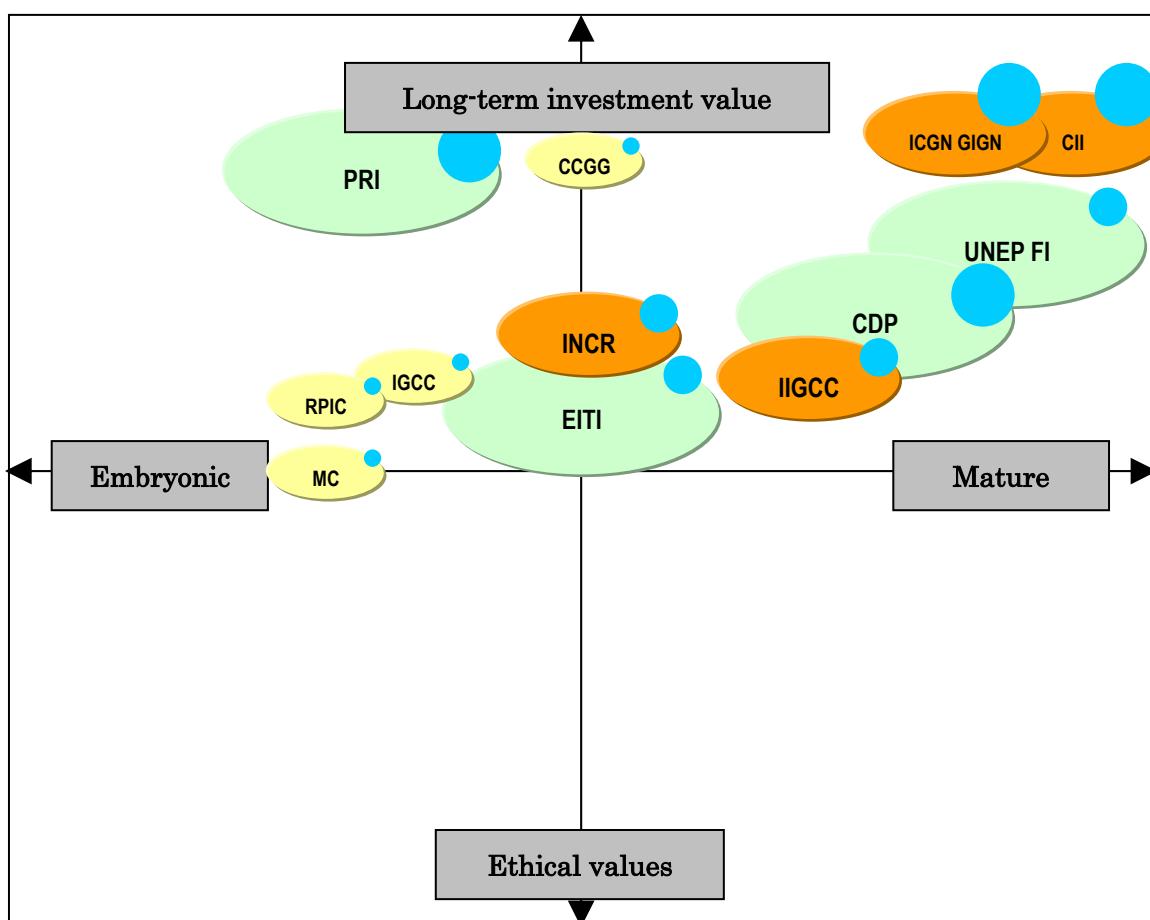
株主として議決権行使の他に、ビジネス戦略やコーポレート・ガバナンス、また社会や環境の問題への対応について、株主提案や投資先の経営者と対話を持つことにより、企業行動を改善し、保有銘柄のパフォーマンスを維持もしくは向上させることができるかもしれない。特にパッシブの投資家は、パフォーマンスに不満があるからといっても売却できないので、個別銘柄に対してまたは市場全体に対して株主として価値向上に努める必要がでてくる。



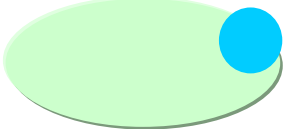
投資先の企業へのアクセスは個別に会ってみる以外に、投資家が集まって株主グループとして企業にアプローチをする、すでに多数の投資家が参加している NPO として組織化されているイニシアチブに参加するなどのやり方がある。単独で行うよりもグループや NPO 組織だとメディアへの露出も期待でき一般社会からのプレッシャーがかかるとされるが、個別に対話を重ねることも投資家と経営者の関係構築には効果的であると思われる。

## 共同エンゲージメント

前述の通り、株主エンゲージメントはグループや NPO 組織化されたイニシアチブなど共同で行われることが多くなっている。国連責任投資原則が署名機関に提供しているエンゲージメント・クリアリングハウスを利用して多くの共同エンゲージメントが行われている。個別企業に対して共同での株主提案やミーティングの申し入れ、また市場全体への働きかけや市場規制に関するロビー活動など業界向けのイニシアチブもあるが、いずれも投資家がまとまることによって声を大きくすることができ、また個々の投資家の名前が前面に出ることを控え、自力ですべてをやるよりは人的リソースやコストの節約になる。

〔図表 3-2〕 世界の共同イニシアチブ



凡例	参加機関の合計資産残高	参加機関数
	< \$3 trillion	< 50
	\$3 trillion - \$15 trillion	50 - 250
	> \$15 trillion	> 250

### Carbon Disclosure Project (CDP)

温室効果ガス排出関連の情報開示の促進する。

### Council of Institutional Investors (CII)

米の主要な年金が参加する NPO。コーポレート・ガバナンスの向上や株主の権利や運用に関する啓蒙をはかる。

### Extractive Industries Transparency Initiative (EITI)

途上国の資源開発がかえって貧困や紛争、腐敗をもたらすことがないように、透明性を促進する。

### Global Investors Governance Network (GIGN)

コーポレート・ガバナンスの問題について情報交換をするネットワーク。

### International Corporate Governance Network (ICGN)

ガバナンスに関する情報交換のネットワークを提供、ガバナンスの原則や実施のチェック、ガバナンスの向上促進。

### Investor Network on Climate Risk (INCR)

第1回国連気候変動リスク投資家サミット(2003) でつくられた。気候変動への投資家の理解をすすめる。Ceres(米) が事務局。

### Principles for Responsible Investment (PRI)

グローバルコンパクトと国連環境計画金融イニシアチブの協働から生まれた投資プロセスや株主行動に、ESG を組み込むためのフレームワークを提供。

### Responsible Property Investing Center (RPIC)

ESG に注力することにより、長期的なリスクとリターンを追及する不動産投資の実務家のグ

ループ。

### **Institutional Investors Group on Climate Change (IIGCC)**

欧州の 47 機関投資家で作る気候変動リスクへの対応や低炭素経済へのシフトを促す。

### **Investor Group on Climate Change Australia/New Zealand (IGCC, Australia/New Zealand)**

気候変動問題で協働するオーストラリアとニュージーランドの機関投資家のグループ。

### **Marathon Club (MC)**

長期投資と責任投資をすすめる英国の投資家グループ。

### **United Nations Environment Program Finance Initiative (UNEP FI)**

国連環境計画（UNEP）と世界 177 金融機関とのパートナーシップ。環境やサステナビリティに配慮した事業のありかたを追求。

補足) エンゲージメント・オーバーレイ・サービス

株主行動をすっかり第 3 機関にアウトソースしてしまうサービスで、英国およびオーストラリアで盛んだが、最近ヨーロッパでも広がりつつある。サービス・プロバイダーは、顧客ごとにエンゲージメントの戦略を策定し、ターゲットにする企業の選別を行う。短期的なアルファには結びつかないが、長期的にみれば、エンゲージメントが効果を持つケースがあり、企業価値やポートフォリオ・ベータの強化に繋がると考えられる。

## 1.2 体制構築

### 1.2.1 ESG 投資方針の策定

年金基金など受託者責任を負う機関投資家では、ESG 投資を行う際には投資方針のレベルで意思決定しておく必要がある。国連責任投資原則の署名機関の 8 割以上が何らかの ESG に関する方針を持っているし、9 割近い投資家と 9 割以上の運用機関が ESG 投資の方針の実施プランはビジネスプランや中長期戦略に関連付けているとしている。

まず、年金などの機関投資家が ESG 投資を行う上で組織としてのコミットメントを明らかにする上でも、基本投資方針の中に ESG 投資に対する考え方を明記することが必要である。「ESG に関するリスクと収益機会が見出され、したがって ESG を考慮することは長期的なパフォーマンスに貢献する」といった比較的短めの文章を差し込むことが考えられる。

次に、独立した ESG 投資に対する方針書を策定する。より詳しく ESG 投資で採用するアプローチ、ESG 投資の目的、どのようなテーマや分野を取り上げるか、実施プランなどをカバーする。年金などの受託者責任のある投資家や運用機関は受託者責任との整合性を明らかにしておく必要があるだろう。ESG 投資が、どのように当該機関の目的に適うのかという点、さらに資産運用における目標である運用収益の追求に対して ESG 投資がどのように役立つのかといった点を整理しておくといよい。また、ESG 投資の方針には ESG 問題に対応した議決権行使やエンゲージメントなど株主行動の方針も含める。さらに、理事会、インハウスの運用担当者、外部委託の運用機関の役割、また ESG リサーチや株主行動においてアウトソースする場合はそのサービス・プロバイダーの役割なども明らかにしておき、責任の所在を明確にしておくといよい。

### 1.2.2 人員の配置

ESG 投資への体制を整備するためには、人の手当が必要である。まず、ESG 投資に関わる主要なスタッフの ESG 研修を行う必要がある。また、全従業員向けにも ESG 研修を行い、組織内で ESG 投資に関する知識と ESG 投資に対する方針を共有しておくといよい。また、まだまだ確立されていない分野なので、定期的なアップデート研修も効果的である。

また、やはり ESG 投資の専担者を社内に配置するのが理想的である。とりわけ、インテグレーションをすすめる上では、やはり全体の進捗を管理し各部署での ESG 投資への取組みをサポートする機能があった方がよい。また、エンゲージメントや議決権行使など株主行動は、各ファンド・マネージャーやアナリストにまかせるよりは、担当者を置いて集中させた方が効率的である。

最後に、ESG 投資の専担者は誰にレポートするのか、ESG 投資に対するガバナンスを機能させるために、責任者を決める必要がある。

### 1.2.3 外部情報の購入

ESG に関する調査は、外部の ESG 調査会社のデータやランキングを購入することもできる。もちろん内部の調査体制を活用していくのが基本ではあるが、立ち上がりの時期やそれ以降でもコスト効率から外部の ESG 調査会社の利用を検討していくといよい。また、議決権



行使やエンゲージメントなど株主行動についても外部のサービス・プロバイダーを利用することによって、少ない内部スタッフでも対応できる。

#### 1.2.4 ESG 投資のコスト

以上より、ESG 研修や外部 ESG 調査の購入、株主行動についての外部サービスの利用、共同イニシアチブへの参加費用など、ESG 投資を実践するには相応のコストがかかる。とりわけ内部の専担者の配置は人件費の負荷がかかるため、理事会やマネジメントなどの ESG 投資の必要性への理解が必要である。

運用でいえば、インハウス運用の際には投資プロセスにおいて ESG を考慮する際には、ESG 専用のアナリストグループを置くなど内部リソースの配置、外部の ESG 調査の購入などにコストがかかる。外部委託運用であっても ESG 調査のコストやテーマ運用でもクリーン・テクノロジーなどは通常の財務分析以外の部分の調査に手間がかかるため ESG を考慮する戦略やテーマ運用ファンドの運用報酬は高めに設定されていることが多い。

議決権行使やエンゲージメントといった株主行動においても、外部サービス・プロバイダーの利用によるコスト、共同イニシアチブの費用などが発生する。エンゲージメント・オーバーレイ・サービスの利用もコスト要因である。

いずれにしても、ESG 投資のコストも費用対効果の分析が必要である。ESG 投資は長期的なリターンの改善を目指しており、即時的な効果は期待しにくい。長期的なメリットに対して手前でどれくらいのコストに耐えうるのか、各組織で事情は違うだろう。組織として準備ができていないのに多数の共同イニシアチブに参加しても、消化不良を起こすだけである。ESG 投資のアプローチも様々なので、予算の範囲内で自らの組織に最も効果的と思われるアプローチを選べばよい。また、ESG 投資はまだまだ発展段階にあるので、ときには ESG 投資の戦略やアプローチを見直す必要もあるだろう。

## 参考文献

ネガティブ・スクリーニング

Mercer(2009) “Country divestment: Assessing risks and impacts”

(<http://www.mercer.com/referencecontent.htm?idContent=1353445>, December 9, 2009)

Social Investment Forum(n.a.), SRI Mutual Fund Performance Charts,

(<http://www.socialinvest.org/resources/mfpc/screening.cfm>, December 9, 2009)

ベスト・イン・クラス

Dow Jones Sustainability Indexes ( <http://www.sustainability-index.com/>, December 9, 2009)

インテグレーション

PRI(2009), Report on Progress 2009, page 19

(<http://www.unpri.org/files/PRI%20Report%20on%20Progress%2009.pdf>, December 9, 2009)

プライベート・エクイティ

Clean Edge(2009), Clean Energy Trend 2009 (<http://www.cleandedge.com/>, December 9, 2009)

Mercer(2009), Mercer White Paper: Cleantech Investment Issues – A focus on private equity (<http://www.mercer.com/summary.htm?siteLanguage=100&idContent=1335475>, December 9, 2009)

ヘッジファンド

Bratton, W(2007), “Hedge Funds and Governance Targets”, European Corporate Governance Institute, Vol.95:1375 THE GRORGETOWN LAW JOURNAL.

不動産

UNEP FI Property Working Group

([http://www.unepfi.org/work\\_streams/property/index.htm](http://www.unepfi.org/work_streams/property/index.htm), December 9, 2009)

マイクロファイナンス

Grameen Bank (<http://www.grameen-info.org/>, December 9, 2009)

エンゲージメント・オーバーレイ・サービス

Regnan (<http://www.regnan.com.au/index.php>, December 9, 2009)

## 2 欧州年金基金の ESG 投資手法の実情とわが国への示唆

宮井博（日興フィナンシャル・インテリジェンス 常務取締役）

（財）年金シニアプラン総合研究機構では、今年度、（財）トラスト 60 からの受託研究として「海外年金基金の ESG ファクターへの取り組みに関する研究会」を立ち上げ、2009 年 6 月下旬に欧州 4 カ国の年金基金を中心に訪問調査を実施した。筆者はこの研究会の一員として訪問調査に参加した。調査項目は、ESG 投資の背景から、その投資哲学、投資プロセスとその実施方法、将来の方向性まで多岐に渡る。

本節では、得られた知見の中から特に年金基金の投資プロセスに ESG がどのように組み込まれつつあるか、つまり、インテグレーションの動向と、投資家として投資対象企業との対話を重視するエンゲージメントによる価値向上について整理し、わが国への示唆を考察する。

### 2.1 調査対象の年金基金

図表 3-3 は、今回訪問した年金基金を概観したものある。フランス、スウェーデン、英国、オランダの欧州 4 カ国 10 基金を訪問したが、いずれも大手年金基金で、PRI に署名している。

〔図表 3-3〕 調査先年金基金の情報

No.	分類	基金名	略称	資産額	時点	ランキン グ	PRI	委託運用 の比率	Webにて確認		
									Annual Report	投資方針への 記載	ESGに関 する開示
調査先リスト											
＜フランス＞											
①	公的	年金積立金(ボーナス・残業分)	ERAFP	69億ドル	2007/12/31	-	○	100%	-	○	○
②	公的	年金積立金(給与分)	FRR	504億ドル	2007/12/31	60	○	100%	○	別途SRI原則 で規定	○
＜スウェーデン＞											
③	公的	国民年金基金(1)	AP(1)	334億ドル	2007/12/31	91	○	40%	○	AP1~AP4の 共同実施	○
④	Life Insurance	AMF Pension	AMF	498億ドル	2007/12/31	64	○	0%	○	-	△
＜英国＞											
⑤	企業	BP企業年金	BP	316億ドル	2007/12/31	98	○	?	△	△	×
⑥	教職員	大学職員退職年金	USS	574億ドル	2008/3/31	49	○	10%	○	○	○
⑦	企業	BT企業年金の運用部門	Hermes	786億ドル	2007/12/31	36	○	0%	○	○	○
＜オランダ＞											
⑧	職域	運輸産業関係者年金	PV	65億ドル	2007/12/31 ?	-	○	100%	×	×	×
⑨	公務員	医療関係者年金の運用部門	PGGM	1,314億ドル	2007/12/31	14	○	0%	○	○	○
⑩	公務員	公務員総合年金の運用部門	APG	3,168億ドル	2007/12/31	3	○	0%	○	○	○

※ランキングはPension & Investment 2008.12.22

(出所) 年金シニアプラン総合研究機構(2009)に NFI 加筆

### 2.2 投資プロセスへのインテグレーション

#### 2.2.1 投資プロセスと ESG 要因

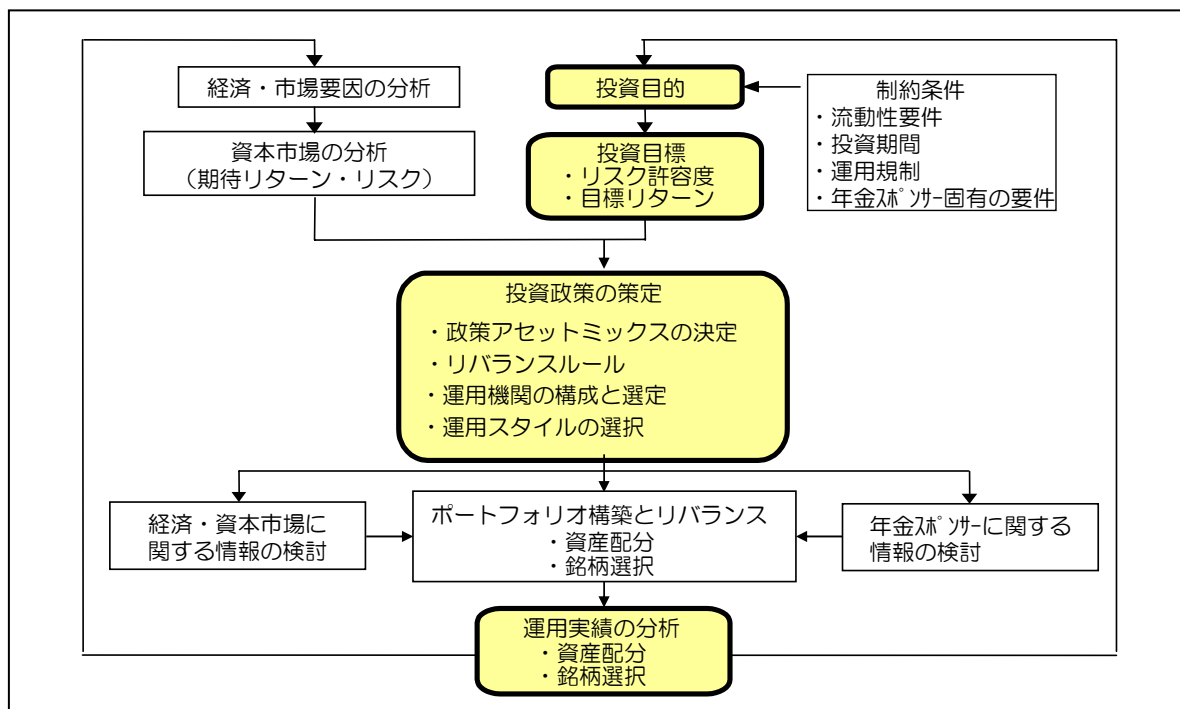
責任投資の 6 原則のうちの第 1 原則は、「私たちは投資分析と意思決定のプロセスに ESG の課題を組み込みます。」である。

これは、資産運用業界の資産保有者である年金スポンサー、年金スポンサーから運用を委託される運用機関、年金スポンサーや運用機関が利用する情報のベンダーにも適用できるようになっている。また、年金スポンサーの中には、外部の運用機関に委託するだけでなく、自家運用部門をもっている場合もある。欧州の大手の年金基金のうち、PGGM や APG、Hermes は、自家運用部門が独立した形態になっている。母体の年金運用を一手に引き受けているので、外部の運用機関を採用する場合に発生するエージェンシーコストはかからない。

従って、一口にインテグレーションといっても、年金スポンサーの場合と、運用機関の場合が大きく異なることになる。

図表 3-4 は、年金スポンサーの運用プロセスをフローで示したものである。図表 3-4 の右上にあるように、年金スポンサーは、流動性要件や投資期間、運用規制、固有の要件などの制約条件の下で、投資目的を立て、それを実現するために具体的なリスク許容度や目標リターンを投資目標として設定する。

〔図表 3-4〕 年金資産運用のプロセス



(出所) 宮井・柿沼・榊原(1995)

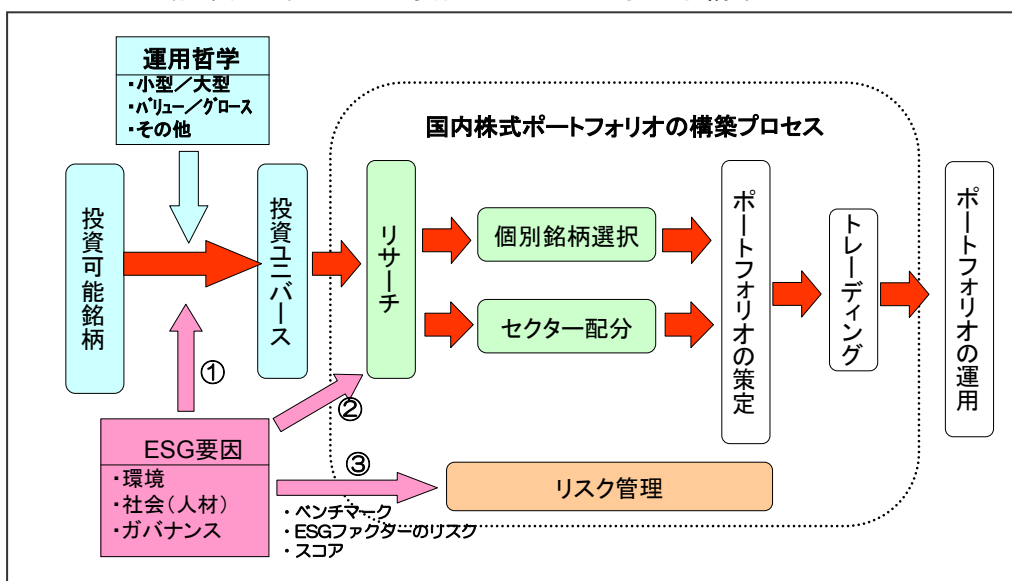
一方、実際の投資は資本市場で行われるので、投資対象資産の期待リターンやリスクを推計し、先に設定した投資目標にあうような投資政策が策定されることになる。具体的には、政策アセットミックスや運用機関の構成と選定などである。その後、実際のポートフォリオ構築が行われ、運用とリバランスによるリスク管理が行われ、最終的にはその投資政策が目標通り達成されたかどうか運用実績の分析で行われる。この結果は、プロセスのはじめにフィードバックされ、必要に応じて投資目標の見直しや、期待リターンの変更が行われ、さらに運用機関の見直しなどにつながる。

このように、年金資産運用のプロセスは、連続的で継続的なプロセスであり、しかも科学的、計数的に行われる。

このプロセスの中で、ESG 要因は、まず、運用規制や固有の要件といった制約条件として考慮されることになろう。その後、運用機関の構成と選定においても ESG 要因の考慮が必要になる。

図表 3-5 は、運用機関について、投資対象銘柄から銘柄をスクリーニングしてポートフォリオを構築し、運用するまでのプロセスを示している。

〔図表 3-5〕 ESG 要因とポートフォリオ構築のプロセス



(出所) 森本・高橋(2001)の図表 1 に NFI 加筆

通常、運用機関には運用哲学があり、それに則った銘柄選択が行われる。この段階で PRI に署名している運用機関は ESG を考慮して銘柄を絞り込むことになる。こうして絞り込んだ銘柄は、一般には「投資ユニバース」と呼ばれる。運用機関のアナリストやファンドマネージャーは、財務データ等を用いたリサーチを行う。この時、ESG 専門家の情報が財務データとともに分析され、セクターへの配分比率とともに個別銘柄が選定される。また、ポートフォリオの策定に当たっては、ベンチマークとの乖離や様々なリスクファクターが定量的に調べられ、目標とするアクティブリターンとそれを達成するためのリスクコントロールが行われる。

こうしてポートフォリオの策定が終わると、トレーディングにより銘柄が購入され、ポートフォリオの運用がスタートする。

図表 3-5 では、ESG 要因は、①銘柄スクリーニング、②銘柄リサーチ、③リスク管理、に関連してポートフォリオ構築プロセスに組み込まれることを示しているが、現実には運用機関によって組み込むレベルは様々であることが予想される。

①のスクリーニングレベルでは、ESG スコアを用いる場合が多いが、その場合も、先に ESG スコアによるスクリーニングを行うのか、財務データでスクリーニングをした後、ESG スコアでさらにスクリーニングを行う方法も考えられる。しかし、本格的に ESG 要因をポートフォリオ構築にインテグレートするには、②と③の要素が重要と思われる。

そこで、実際に欧州の年金基金ではどのレベルのインテグレーションを行っているのか、年金スポンサーの委託運用と、自家運用部門に分けて見てみることにしよう。

## 2.2.2 インテグレーションの状況

### 2.2.2.1 年金スポンサーの委託運用

年金スポンサーの委託運用部門においては、まず、委託運用の選定基準や採用後の運用機関の評価に関する基準を策定することが必要になっている。

これは新しい評価基準の策定になるので、ESG 評価を行っているコンサルティング会社の情報を利用しながら実現を模索しているところだと言えよう。現実的には ESG 要因をインテグレートしている委託先を選択することによって年金スポンサー自身のインテグレートが図られている。

#### 2.2.2.1.1 FRR

図表 3-6 は FRR の組織を示している。監査委員会の下に理事会があり、理事会の下にオペレーション部門とインベストメント（ファイナンス）部門がある。監査委員会は、議会立法部門、労働組合、雇用主、政府行政部門などの代表 20 名より構成されている。監査委員会より理事会メンバー3名が任命される。FRR では、積立金の運用は 100%外部運用機関に委託しているので、運用機関選定委員会を設けている。

また、理事会の下に責任投資戦略部門があり、フルタイム換算で 2.5 名が従事している。この他、議決権行使政策の専門家 1 名、責任投資のマネジャー1 名がオペレーション部門とインベストメント部門と独立した位置にいる。ESG 投資は、運用機関の選定プロセスと、選定後のコミュニケーションにおいて考慮されている。選定した運用機関との間では、以下の主要な投資原則を共有している。

- ① 全てのステイクホルダーとの対話
- ② 年金スポンサーとの協働と連携
- ③ 規制の投資に及ぼす影響評価
- ④ 現実的な対応
- ⑤ 透明性の確保

同時に、以下の 2 段階の対応を行っている。

(既存の欧州株運用機関について)

- ① 投資対象として検討している企業の社会・環境面の行動に関する情報の調査・分析を行うこと
- ② この調査で認識できた事実を投資の意思決定プロセスにインテグレートするよう

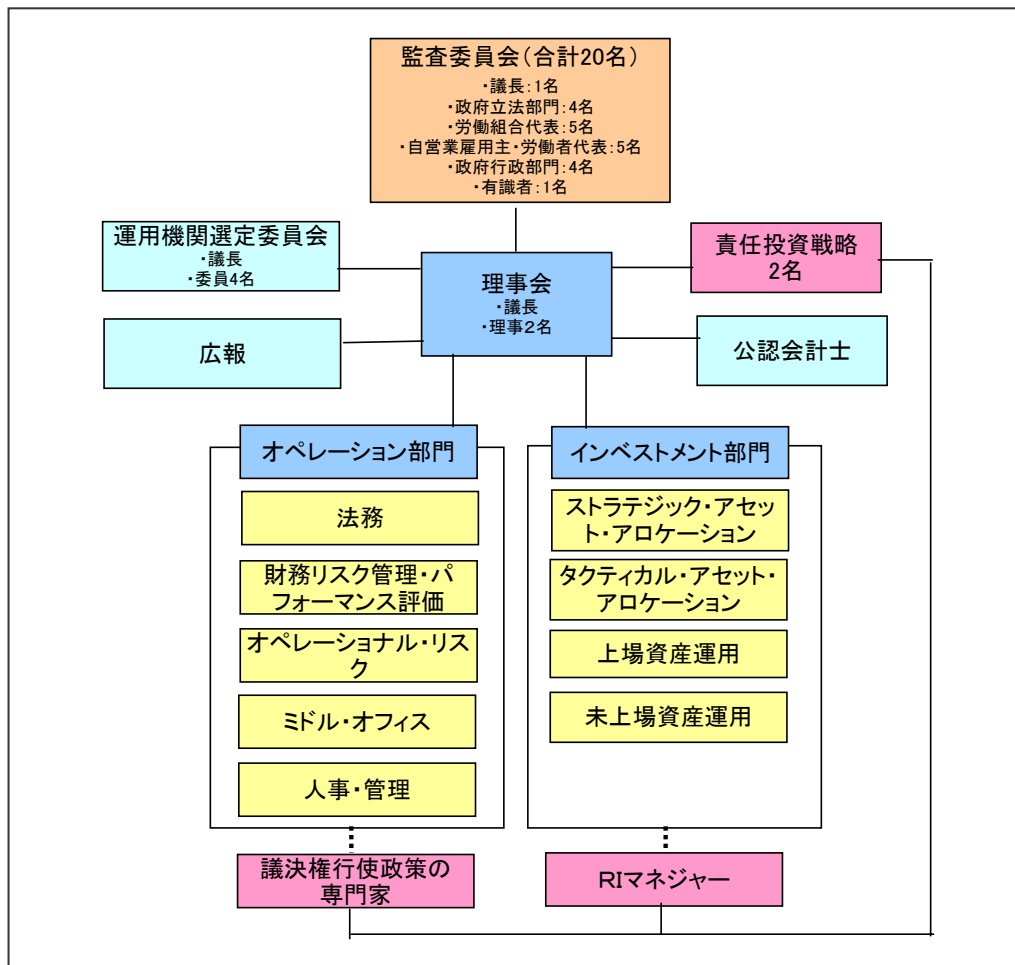
に努めること

- ③ 非財務情報をインテグレートする方法と課題について開示すること
- ④ 方法論や調査結果については FRR と情報交換を行うこと

(新規の運用機関選定)

- ① ベストインクラスの観点から新たに運用機関を採用すること
- ② SRI を新しいアセットクラスとするのではなく、通常のアクティブ運用の一つとすること

〔図表 3-6〕 FRR の組織 (インハウス・スタッフ 55 名)



(出所) FRR の HP<sup>1</sup>、ヒアリング結果より NFI 作成

また、実際に ESG 投資が行われているがどうかは、コンサルタントを採用して分析評価している。

具体的には、ESG のコンサルタント会社の Vigeo には欧州株式ポートフォリオ、EIRIS と Trucost にはグローバル株式ポートフォリオの分析を、それぞれ依頼している。

1 [http://www.fondsdereserve.fr/IMG/pdf/FRR\\_2008\\_EN.pdf](http://www.fondsdereserve.fr/IMG/pdf/FRR_2008_EN.pdf)

また、ESG 要因をストラテジックなアセット・アロケーションに反映させる試みとして、温室効果ガス削減目標による株式リターンへの影響を検討している。具体的には、温室効果ガスの削減の目標レベルで想定される気温上昇目標に合わせて、企業活動の制約の大きさが決まると考え、これによって株式の期待リターンを変化させ、ポートフォリオの配分比率の変更につなげるような試みを検討している。図表 3-4 の経済・市場要因の分析に ESG 要因を取り込み、投資対象資産の期待リターンへの影響を検討するという画期的な取り組みといえよう。

#### 2.2.2.1.2 PV

PV は、債券と株式をあわせて 30 の運用マンドート（委託内容）について全て外部委託している。PV は PRI に署名しており、ESG 投資については、以下の投資基準を策定しているものの、今後どのように取り組んでいくべきか模索しているところだという。

投資基準：

- ① 地雷、クラスター爆弾の製造に関わる企業を排除
- ② 人権、労働、環境汚染についてチェック
- ③ 将来的に批判を受ける可能性のある企業をリストアップ
- ④ 理事会で協議して決定

#### 2.2.2.1.3 USS

USS は、積立金の約 10%を外部運用機関に委託している。単なる銘柄スクリーニングはインテグレーションではないと考えている。今後、年金基金等の機関投資家にとってインテグレーションが重要になると考えており、投資プロセスへの完全なインテグレーションを試みているところであるという。

そのため、責任投資にコミットしている年金基金向けに、以下に示すファンドマネジャーの評価方法のマニュアルを作成した（責任投資にコミットしている年金基金向けファンドマネジャーの評価マニュアル（インテグレーションに関する部分））。

- ① ファンドマネジャーやアナリストは、ESG 情報を必要に応じて利用することができるか
- ② コーポレート・ガバナンスの専門家が主要な投資意思決定のプロセスに配置されているか
- ③ CSR の専門家が主要な投資意思決定のプロセスに配置されているか
- ④ ESG の知識があり、優れた開発を行っているファンドマネジャーやアナリストが在籍しているか
- ⑤ スタッフの中にコーポレート・ガバナンスや CSR の専門家の継続的な雇用が図られているか
- ⑥ ブローカー・アナリストやストラテジストは、提供するサービスの中に ESG 問題を含めるように依頼されてきたか



- ⑦ コーポレート・ガバナンスと CSR は、投資意思決定において（エンゲージメント、非財務データの分析結果など）潜在的な利益相反から保護されているか（受益者の利益が最優先されているか）
- ⑧ メインストリームのファンドマネジャーとアナリストは、コーポレート・ガバナンスと CSR 問題において競争優位を維持するために以下のトレーニングを受けているか
  - (a)導入プロセスと全てのレベルが含まれるトレーニング
  - (b)最近の、もしくは今後発生する可能性のあるイベントや、セクターに関して、それが起こった場合の問題点を常に更新することの重要性を理解し、感度を向上させるためのトレーニング
- ⑨ コーポレート・ガバナンスと CSR アナリストは、コーポレート・ガバナンスと CSR の分野（特に専門家としての経験の無い分野）や、ファンド・マネジメントと一般的な受託者責任の問題について、競争優位を維持するためにトレーニングを受けているか

#### 2.2.2.2 年金スポンサーの自家運用部門

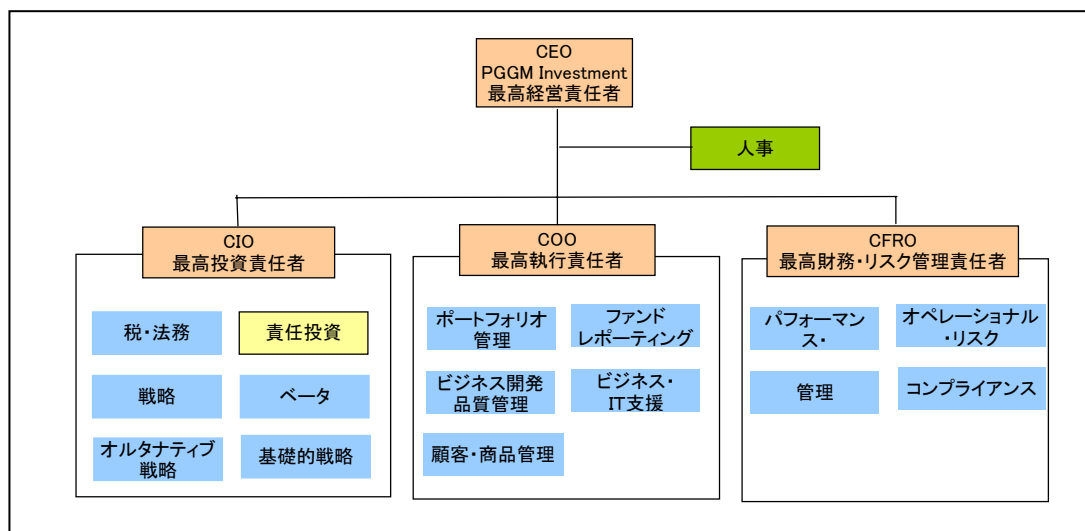
年金スポンサーの自家運用部門では、銘柄選択のプロセスに ESG を組み込むインテグレーションが求められているが、現状では、ESG 評価部門とファンドマネジャー・アナリスト部門が統合されていない場合が多い。

しかし、最近、ファンドマネジャー・アナリスト部門が ESG 評価部門の情報をを用いて新たな投資機会を創出するケースが出てきており、PGGM や APG など先進的な年金基金の運用部門においてはインテグレーションが進んでいる。

##### 2.2.2.2.1 PGGM

PGGM の運用組織を図表 3-7 に示す。CEO の下に「投資部門」「オペレーション部門」「財務・リスク管理部門」の 3 つがある。投資部門の中に責任投資チームが明確に位置付けられている。

〔図表 3-7〕 PGGM の運用組織



(出所) PGGM の HP<sup>2</sup>より NFI 作成

PGGM は、責任投資を受託者責任の観点と、自らのアイデンティティのためにスタートさせたので、ESG 要因の投資プロセスへのインテグレーションにも積極的に取り組んでいる。

その結果、社内の各部門において ESG を取り込んだ投資を行うということは浸透しているが、インテグレートの方法については各部門に任されており、責任投資のチームと協議を行う必要はないという。また、ESG 要因を考慮することによってどのような要因がどのように影響を及ぼすのかについての視野が広がったという。具体的には以下の取り組みを行っている。

- 1) ESG 要因の情報収集をアウトソースする前に、自分たちが今まで蓄積した情報や経験で内生化できることからインテグレートを開始させる。
- 2) 株式ポートフォリオだけではなく、全ての投資対象資産について ESG 要因を投資プロセスの中にインテグレートすることを目標としている。
- 3) 運用の各セクションでインテグレートするように自覚し、ESG 要因がインテグレートされているか、投資コミッティのサポートを得て責任投資チームがモニターしている。

#### 2.2.2.2.2 APG

図表 3-8 は、ABP と APG グループの運用関連の組織関係図を示している。ABP の統治役員会の下に、「監査委員会」「ファンド政策委員会」「投資政策委員会」などの委員会があり、業務推進を行うが、この統治役員会は加入者会議や従業員会議など独立した利害関係者によってガバナンスされている。

APG グループは ABP の 100% 子会社であり、ABP の運用部門であった APG の他、Cprdare という私的年金の管理会社、Loyalis という加入者の収入設計を行う会社から構成されてい

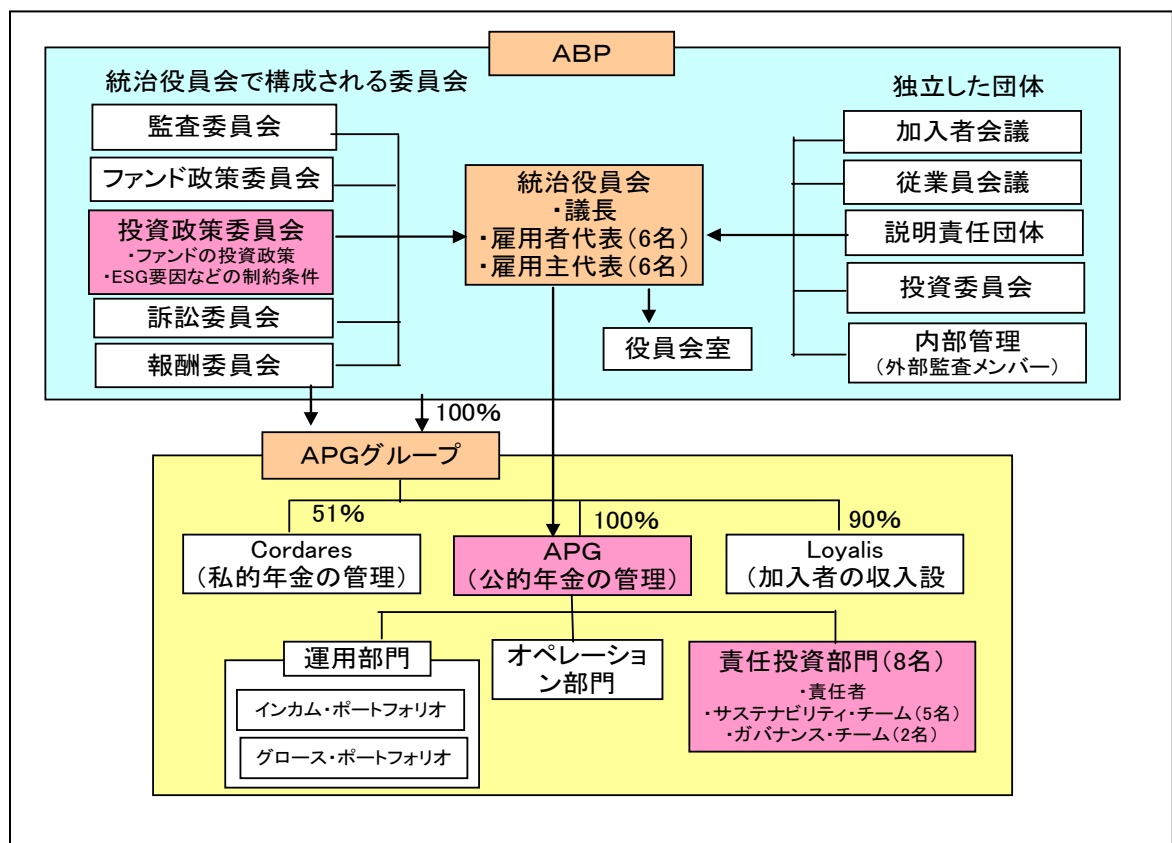
<sup>2</sup> [http://www.pggm.nl/Images/2008%20jaarverslag%20Verantwoord%20Beleggen%20UK\\_tcm21-150580.pdf](http://www.pggm.nl/Images/2008%20jaarverslag%20Verantwoord%20Beleggen%20UK_tcm21-150580.pdf)

る。ABP は APG と長期契約を結んで、ABP の資産運用や加入者対応、サポートサービスを委託している。ABP の報酬委員会は、APG グループの取締役メンバーの選定と採用に係わる準備を行っている。

ESG 要因を含む責任投資については、ABP の投資政策委員会で制約条件の観点で検討されるとともに、実際の投資については APG の責任投資部門が担当する。責任投資部門は最近機能強化され、8 名体制になっている。APG の責任投資政策は、以下の 8 点である。

- ① サステナビリティと株主の権利を投資プロセスにインテグレートすること
- ② 企業にエンゲージメントを行うこと
- ③ 顧客である年金のために株主の権利を積極的に行使すること
- ④ サステナビリティに投資すること
- ⑤ 規制および政策立案者に働きかけること
- ⑥ オランダの法律や国際的な法律に違反する企業は投資対象から除外すること
- ⑦ 他の大きな投資家と協働すること
- ⑧ 投資政策を開示すること

〔図表 3-8〕 ABP、APG グループの運用関連の組織関係図



(出所) ABP<sup>3</sup>、APG<sup>4</sup>の HP より NFI 作成

3 <http://abp.turnpages.nl/DS2/public/slot034/>

4 [http://www.apg.nl/apgsite/pages/images/40.0504.09A\\_JRB.08.ENG\\_tcm124-91887.pdf](http://www.apg.nl/apgsite/pages/images/40.0504.09A_JRB.08.ENG_tcm124-91887.pdf)

APG では、サステナブル投資を考えると、ESG 要因を投資プロセスにインテグレートせざるを得ないと考えている。また、APG の取り組み状況を開示することが社会的責任だとのことで、APG は規模が大きいので、役割も大きいと自負している。

ESG 要因を投資プロセスにインテグレートする資産は、株式だけではなく、全ての投資資産を対象にするとのことであった。

株式ポートフォリオの運用においては、ESG 要因を用いて市場ポートフォリオに対してシステマティックな戦略策定を行うことを検討しているという。

具体的には、以下の 3 点である。

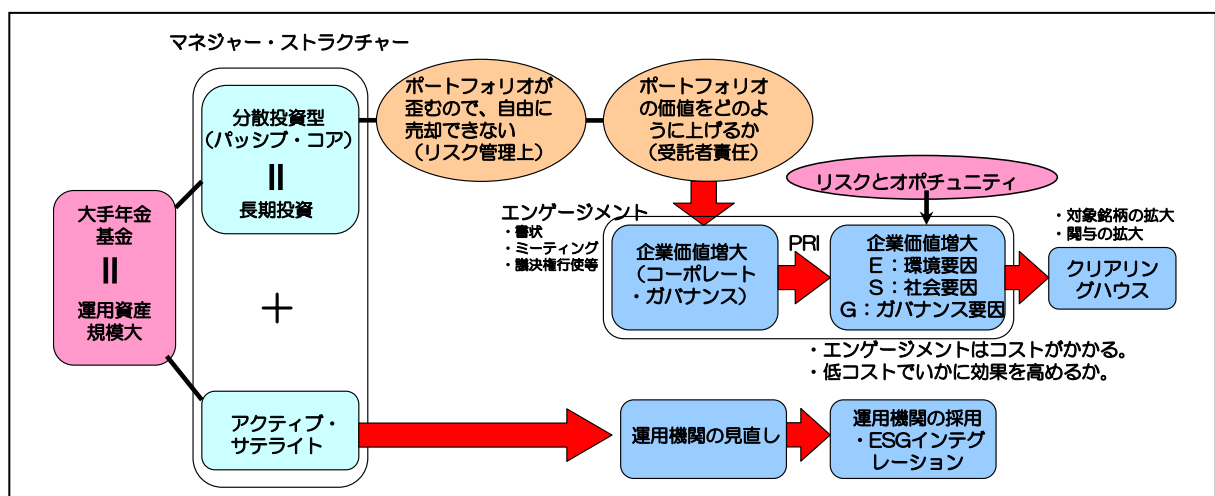
- ① ESG 専門家は公益業種、自動車産業、鉱山など環境や健康に大きな影響を及ぼす可能性のある企業についてカーボン・ライアビリティなどを分析し、ファンドマネジャーに提供する。
- ② 株式ポートフォリオのリターンに責任のあるファンドマネジャーが銘柄選択の最終判断をするが、ESG 専門家の情報を価値があると認識している。
- ③ ESG を投資プロセスにどのようにインテグレートすれば良いかを委員会を設けて議論する。

## 2.3 エンゲージメント

### 2.3.1 エンゲージメントの考え方

図表 3-9 は年金資産運用におけるエンゲージメントの背景をマネジャー・ストラクチャーの観点から図示したものである。欧州の大手年金基金では、運用資産の拡大に伴ってわが国と同様、分散投資型のパッシブ・コアとアクティブ・サテライトのマネジャー・ストラクチャーを採用している。アクティブ・サテライトの運用機関については、当初から ESG 投資をインテグレートしている運用機関を採用するケースが増えているが、明示的に ESG 投資を掲げていない運用機関を既に採用している場合は、その後の運用機関の見直しに際しては、ESG 投資をインテグレートしている運用機関に切り替えるケースが増えている。

〔図表 3-9〕 年金資産運用におけるエンゲージメントの背景



(出所) 各種資料より NFI 作成

一方、パッシブ・コアの部分については、例えば、ESG の観点から問題があるからといって石油・鉱山株を売却することは、ポートフォリオが歪むことになるので、リスク管理上売却できない。しかし、ポートフォリオの価値を上げるという受託者責任があるので、単にパッシブ運用をしているだけでは受託者責任を問われかねない。そこで、欧米の公的年金ではコーポレート・ガバナンスを中心にしたエンゲージメントが以前から行われてきた。すなわち、投資している企業について、ガバナンス上問題があると思われる企業に対して、書状やミーティングなどのコミュニケーションを通してガバナンスの問題を改善しようとするものであり、株主提案による議決権行使を伴う場合もある。ところが、2006年4月に「国連環境計画・金融イニシアティブ」(UNEP-FI)の責任投資原則(PRI)が公開されてからは、ガバナンスだけではなく、ESG の観点からエンゲージメントが行われるようになってきた。

「責任投資原則」の2番目に、活動的な所有者としてエンゲージメントの必要性が記載されている。すなわち、以下の(2)である。

(2) 私たちは活動的な(株式)所有者になり、(株式の)所有方針と(株式の)所有慣習にESG問題を組み入れます。

(考えられる実施例)

- ・本原則に沿って活動的な(株式)所有方針を検討しそれを開示する。
- ・議決権を行使する、あるいは(もし外部委託されているのであれば)議決権行使方針に準拠しているかを監視する。
- ・(直接あるいは外部委託を通してのいずれかの)エンゲージメントの能力を促進する。
- ・(株主権利の促進・保護などといった)政策、規則および基準設定の開発・策定に関与する。
- ・長期的視点に立ったESGに配慮した株主決議案を提起する。
- ・ESG問題について企業と話し合い働きかけ(エンゲージメント)を持つ。
- ・共同のエンゲージメント・イニシアティブに参画する。
- ・ESG関連のエンゲージメントを引き受け、それに関して報告するよう運用マネージャーに依頼する。

「活動的」とは「株主責任を自覚したモノという投資家」ということを指します。そして、株主責任を意識した責任ある投資家として活動的であることを意味する。

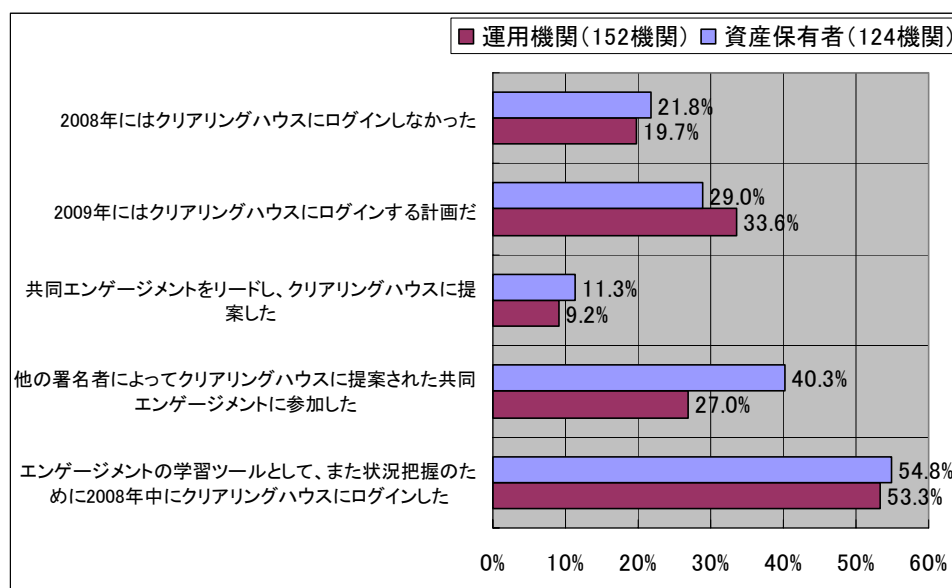
しかし、エンゲージメントを実行するには企業のESGに関する情報収集や、コミュニケーションにコストがかかるため、低コストでいかに効果を高めるかが課題になっていた。そのような中、年金基金の間でネットワークを作り、共同エンゲージメントが行われつつある。具体的には、インターネットを使った「クリアリング・ハウス」と呼ばれるオンラインフォーラムが提供されている。これに参加することにより、エンゲージメントを行いたい署名機

関は、エンゲージメントの進め方や期待される成果、予備知識や関連文書の詳細が記載された提案を発展させることができる。また、他の署名機関は提案されている活動をインターネット上で閲覧したうえで参加したり、学習のプラットフォームとして使うことができる。公的年金のパッシブ運用では、ポートフォリオの価値を上げることが各基金の目的であるため、このような合意が得やすい。

また、クリアリング・ハウスがイニシアチブをとることで、機関投資家集団の結成が促進されると考えられ、情報を共有することによってモニタリングコストの低減が図られる。従って、個別の年金基金では対応できなかったより多くの銘柄について、議決権の関与を拡大させてエンゲージメントが行えることになり、市場全体に対して投資家としてエンゲージメントすること、つまり、マーケット・エンゲージメントの概念が実現されつつある。

図表 3-10 は、クリアリング・ハウスの利用状況（2008年6月～2009年5月の1年間）を示したものである。これによれば、資産保有者と運用機関のクリアリング・ハウスへのログインは50%を超え、実際に共同エンゲージメントに参加した割合は、資産保有者が40%、運用機関が27%となっている。また、自らがクリアリング・ハウスを通して共同エンゲージメントを提案した割合は両者で10%前後となっている。クリアリング・ハウスが2006年の終わりに設立されたことを踏まえると、利用は急速に広まっていることがわかる。

【図表 3-10】 クリアリングハウスの利用状況



(出所) UNEP-FI(2009)<sup>5</sup>より NFI 作成

### 2.3.2 エンゲージメントの実践

図表 3-6 に示したように、エンゲージメントは、パッシブコアを自家運用部門で運用している場合にニーズが高いと考えられるが、一方で、アングロサクソンの文化なので、フラン

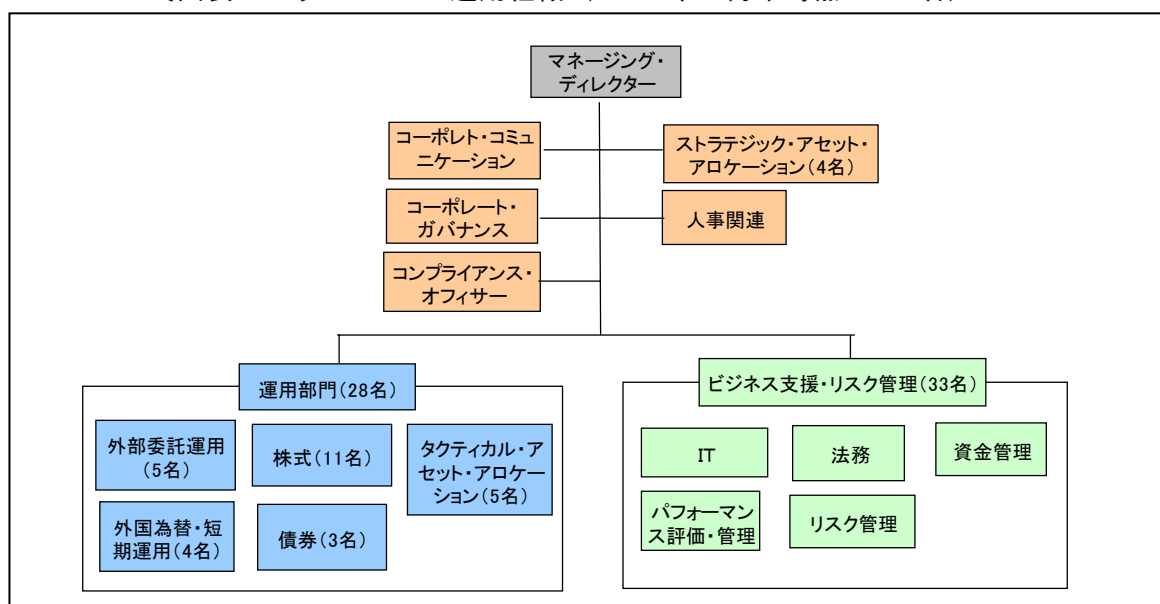
<sup>5</sup> <http://www.unpri.org/files/PRI%20Annual%20Report%202009.pdf>

スにはなじみが無く、理解されにくいという指摘もあった（FRR）。以下では、エンゲージメントに積極的に取り組んでいる AP1、Hermes、PGGM、APG を採り上げる。

### 2.3.2.1 AP1

図表 3-11 は AP1 の運用組織を示している。2008 年 3 月にマネージング・ディレクターが交代したことにより、ストラテジック・アロケーションと人事関連が強化され、それぞれ、運用部門とビジネス支援・リスク管理部門から独立した。特にストラテジック・アセット・アロケーション・ユニットは、ファンド全体の最も適切な資産構成、リスク特性、期待リターンになるようなポートフォリオを検討する。投資期間は中長期（1－3 年）であるが、絶対リターンとリスクを基準に、パフォーマンス評価は投資期間に関係なく継続して行われる。

〔図表 3-11〕 AP1 の運用組織（2008 年 5 月末時点で 68 名）



（出所）AP1 の「Annual report 2008」<sup>6</sup>より NFI 作成

図表 3-12 は、AP1 の運用機関構成（2008 年 12 月末）を示している。自家運用部門は全てアクティブ運用で 1,037 億クローナの運用資産額に対して、外部委託運用はアクティブ運用で 354 億クローナ、エンハンスト運用で 281 億クローナ、エマージング市場はパッシブ運用を採用している。

6 <http://www.ap1.se/2008AR/en/index.html>

〔図表 3-12〕 AP1 の運用機関構成 (2008 年 12 月末)

単位: 10億クローネ

投資対象	自家運用	外部委託運用		
	アクティブ	アクティブ	エンハンスド	パッシブ
アセット・アロケーション				
株式(スウェーデン)	18			
株式(ヨーロッパ)	21.6			
株式(北米)		3.4	26.5	
株式(太平洋地域、日本)		8.9	1.6	
株式(エマージング市場)		4.7		4.4
債券	58	9.1		
為替 <sup>1</sup>	6.1			
オルタナティブ投資		9.3 <sup>2</sup>		
<b>合計</b>	<b>103.7</b>	<b>35.4</b>	<b>28.1</b>	<b>4.4</b>

<sup>1</sup> デリバティブ商品への投資が中心

<sup>2</sup> 6.9 × 10 億クローナは スウェーデンの商業向け店舗の不動産会社 (Vasakronan) ファンドへの投資

(出所) AP1 の「Annual report 2008」より NFI 作成

上記のような組織体制と運用機関構成において、ESG に関連するエンゲージメントにはどのように取り組んでいるのであろうか。

まず、AP1 には ESG 専門家や SRI マネジャーは置いていない。その代わりに、ESG 関連情報や企業スクリーニングは外部コンサルタントの GES Investment Service を採用している。エンゲージメントは、自家運用部門のスウェーデン株式、ヨーロッパ株式だけではなく、外部委託運用部門の海外株式、エマージング市場が含まれる。その意味で、図表 3-9 に示したパッシブ・コアをもっていないが、投資額がかなり大きいので、分散投資されたポートフォリオの中でアクティブ運用を行っていると考えられる。また、エマージング株式についてはパッシブ運用を行っているが、これは、エマージング市場では ESG の観点で問題のある企業が多数報告されている反面、ESG に関する情報が不足しているため、パッシブ運用で対応せざるを得ないという。

AP1 では、他のスウェーデンの公的年金運用機関の AP2～AP4 と倫理審議会(Ethical Council)を立ち上げ、共同エンゲージメントを開始した。エンゲージメントについて以下のように考えている。

- ① 例えば石油関連の銘柄を売却してしまうと、ポートフォリオのリスクが増大してしまうので、エンゲージメントによって企業価値を高める。
- ② エンゲージメントを行う企業は以下のようにスクリーニングする。  
 (ステップ 1) 約 3,500 社を対象にメディアや NPO 法人などの情報によりシステムティックにスクリーニングを行い、100 社を選定する。  
 (ステップ 2) 100 社について、国際協約の問題事項に関するレポートに基づいてより詳しい調査を行う。  
 (ステップ 3) 倫理審議会は、上記の 100 社の中から、問題が明確でよくドキュメンテーションがされている企業を十数社選定し、企業と質問形式による積極的な対話を開始する。



2008年の倫理審議会の年次レポートによると、2007年当初に12社に対してエンゲージメントを行った結果、改善した2社をリストからはずし、改善が見られなかった1社を売却した。2008年は新たに銘柄を追加して13社を対象にしている。これら13社については、「会社名」「セクター」「国籍」「問題領域（人権、労働者の権利、環境、贈収賄、武器の5領域）」「昨年からの改善状況（改善なし、改善の兆候あり、弱い改善あり、改善あり、強い改善ありの5段階）」が冊子として開示されている。

また、倫理審議会は、AP1～AP4に対して、クラスター爆弾や地雷に関する国際武器協約を批准していない国に会社があり、国際法上の協約規定に縛られない企業10社を投資対象から除外するように求めている。

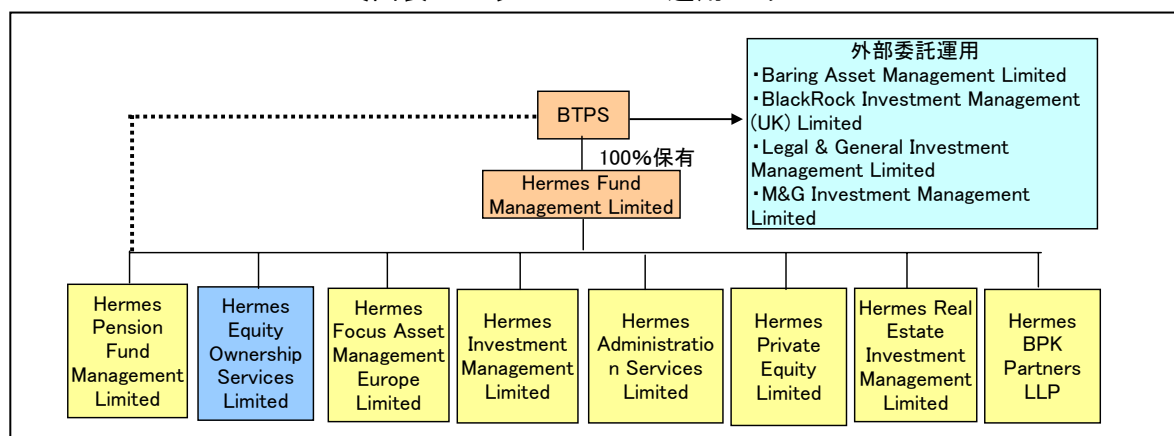
企業とのダイアログを重視して、Face to Faceで企業に問題点を伝えているので、これはかなりパワフルだという。

- ③ 5～10年前までは問題企業を売却することが重要だと考えていたが、現在では売却よりも保有して企業を内部から変えていくことが重要だと考えている。
- ④ 問題企業について、何が問題なのかを明確にし、開示している。国際的なネットワークを構築することによって、それぞれの国の実情に応じたエンゲージメントをすることができる。
- ⑤ インサイダー情報がある場合は、運用会社に対してその株式を売却しないように伝える。

### 2.3.2.2 Hermes（ハーミーズ）

Hermes(Hermes Fund Management Limited)は、英国のBTPS(British Telecom Pension Scheme)の100%子会社の運用部門である。BTPSは図表3-13に示すように、Hermes以外にも外部委託運用機関を採用している。Hermesは8つの会社の持ち株会社になっており、2008年12月末時点で381名、BTPSの資産全体の70.6%を運用している。

〔図表 3-13〕 BTPS の運用スキーム



(出所) BTPS の Annual Report 2008<sup>7</sup>より NFI 作成

7 [http://www.btpensions.net/pdf/BTPS/BTPS\\_report&accounts\\_2008-final-web.pdf](http://www.btpensions.net/pdf/BTPS/BTPS_report&accounts_2008-final-web.pdf)

Hermes は、エンゲージメントを、長期的に卓越した企業業績を維持することを可能にするために、企業の役員会、経営陣、他の株主とともに企業のコーポレートガバナンス、資本構成リスク・マネジメント戦略等の各分野において改革を促すことと定義している。エンゲージメントの効果を高めるためには、他の年金基金を巻き込むことが重要で、エンゲージメント効果によるフリーライダーは問題ないという。Hermes または、その顧客が議決権行使を行う場合には、当該企業にその議決権行使の決定の経緯と改善を求める電話または手紙を送付する。

エンゲージメントは、Hermes Focus Funds と Hermes Equity Ownership Services Limited(HEOS)が行っている。

前者の Hermes Focus Funds には、以下の 4 つのファンドがある。株価が低迷しているものの、ファンダメンタルズが良好な銘柄に投資し、株主として経営戦略、財務戦略、ガバナンス構造などの改善について企業の役員、経営陣とエンゲージメントを実施する。

〔図表 3-14〕 Hermes の Focus Funds

NO.		設定時期	対象地域	銘柄数	ベンチマーク	トラッキング・エラー
1)	Hermes European Focus Fund	2002年2月	欧州(スイスとノルウェーを含む)	10~20	FTSE World Series Europe Total Return Index	10~15%
2)	Hermes Specialist UK Focus Fund	2002年3月	FTSE100以外	10~20	FTSE Small Cap Index と FTSE 250 Total Return Indexを50:50で合成	6~12%
3)	Nissay Hermes Stewardship Fund		日本国内	12~20	TOPIX Total Return Index	6~12%
4)	Relational Hermes	1996年6月	北米	8~12		高い

(出所) Hermes のHP<sup>8</sup>より NFI 作成

一方、HEOS は、図表 3-15 のような組織で、Focus Fund の他に、BT 以外の年金基金向けにエンゲージメント支援によるフィービジネスを実施している。現在のクライアントはカナダ、オーストラリア、スカンジナビアの年金基金で、その数は 10~11 基金である。5 年前は 7 名体制であったが、大手年金基金などのクライアントが入るたびに陣容を拡大し、現在は 25 名になっている。グローバルに 8,000 社をカバーし、責任投資やガバナンスに関するアドバイスを Hermes の顧客に実施することで、株主総会における議決権行使を支援している。これは、Hermes の責任投資及びガバナンスに対する実際の、価値重視のアプローチが企業の綿密な分析、企業との定期的なコミュニケーション、エンゲージメントの実施によるところが大きい。Hermes または、その顧客が議決権行使を行う場合には、その議決権行使の決定の経緯と改善を求める電話または手紙を当該企業に送付する。一方、アクティビストの方法には批判的な立場をとっている。

8 [http://www.hermes.co.uk/files/pdfs/eos\\_orgchart.pdf](http://www.hermes.co.uk/files/pdfs/eos_orgchart.pdf)



#### 2.3.2.4 APG

APG は、図表 3-8 に示したように、責任投資部門が独立して組織化されており、現在 8 名体制になっている。エンゲージメントの考え方は、以下の通りである。

- ① 国際的な基準からみて問題があると考えられる企業に対して、その改善を求める。
- ② 改善が見込めない企業については、その環境、社会、ガバナンスリスクが受け入れられないと判断して投資対象から外すことになる。2007 年後半から、このような考え方を投資に盛り込んでいる。
- ③ 特に重視しているテーマは気候変動と労働基準（児童労働関連含む）。
- ④ エンゲージメントの対象となっている企業については責任投資レポートで言及するものの、レポートの発行前に当該企業名を公表はしない。公表しないほうが、エンゲージメント行動が効果的であると考えている。

#### 2.4 わが国の年金基金への示唆

欧州の大手年金基金では、投資プロセスに ESG 要因を取り込む動きが進んでいる。これは、2006 年 4 月の UNEP-FI の PRI に賛同した結果の行動だといえよう。この背景には、各国ともそれぞれの国民性や特有の「きっかけ」があったことが、今回の訪問調査で明らかになった。キーワードでその「きっかけ」を示すと、フランスは「労働組合の影響」、スウェーデンは「政府主導」、英国は「法律による規定」、オランダは「メディアの影響」となる。

しかし、PRI への署名が世界各国で急速に増えていることから、投資プロセスへの ESG 要因の取り込みには普遍的な要素があると考えられる。

まず第 1 に、ESG 要因の考慮は年金資産の運用における受託者責任とコンフリクトを起こすものではなく、むしろ受託者責任をより高い次元で統合し、補強するものといえる。例えば、スウェーデンでは、1960 年以降、政府主導の年金改革が行われており、年金基金の運用に関して、2001 年に法律が改定され、リターンの追及とともに、「倫理と環境を重視すること」という一文が付け加えられた。そこで、公的年金の運用方針がスウェーデン議会で同意されるように整理した結果、「政府が批准している国際的な条約に合致する企業に投資することにした」とのことであった。すなわち、グローバルコンパクトや ILO 等、政府が批准している国際条約に基づいた銘柄に投資することを定めている。以上のことから、わが国年金基金、特に公的年金への示唆としては、現状の投資対象が「わが国が批准している国際的な条約に合致しているか」を、まず確認することが必要だと思われる。そして、投資基本方針の中に「ESG 要因を考慮する」を入れることが望まれる。

第 2 に、ESG 要因の考慮は、年金資産の本来の運用である長期投資を具体化する考え方だといえる。年金資産は加入者の将来の給付を確実にすることが目的であるので、資産の価値を長期的に高めることが必要である。わが国の年金資産運用では、リターンだけではなくリスクを考慮したリターンの最大化という概念が浸透している。この場合、それらデータの比較可能性の観点から、「年率換算値」で今後どの程度のリスクの下で、リターンが得られ

るかが投資意思決定の大きな要因となっている。これは、年金の単年度決算主義とも期間概念が合致するので、本来は長期の平均的な数値の「年率換算値」であるはずであるが、短期志向になりがちになる。また、株式の投資価値判断には財務データを用いることが一般的であるが、根源的な企業価値の一部しか評価されていないばかりか、その評価期間が極めて短いことが問題として指摘されている。ESG 要因の非財務データによる企業の長期的な価値評価が課題になっている。そこで、年金資産の投資目的は、ポートフォリオの長期的な価値向上であることを再確認し、①アクティブ運用においては ESG 要因で長期の価値向上、②パッシブ運用においてはエンゲージメント（海外年金基金との共同エンゲージメントも含む）で価値向上を図ることが必要だと思われる。

第3は PRI への参加についてである。2009年12月4日現在、世界で PRI に署名した年金基金などの資産保有者数は 192 機関、運用機関は 330 社、情報ベンダーは 125 社で、合計 647 社となり、2009年5月末の資産保有者の運用資産規模は 18 兆ドルに達している。温室効果ガス排出による気候変動は国際的な問題になっており、先の国連総会での鳩山首相の CO<sub>2</sub> 排出量の 1990 年比 25%削減宣言や、12 月に開催される COP15 に向けて新興国も含めた CO<sub>2</sub> 排出量削減の国際的な枠組み作りが行われている。このような環境の中で、各国の削減目標にとらわれない仕組みが模索され、環境問題以外の社会問題、労働問題なども併せて金融機関として国際的な社会貢献することを目的に策定された PRI は、特に年金資産の保有者として貢献できる分野である。しかも、先に述べたように、受託者責任とコンフリクトを起こすものではないことは、国際的に認められている。PRI は年金資産運用の国際的なコミュニティであるので、これに参加することによって年金資産の価値向上に向けた様々な情報が得られるであろうし、共同エンゲージメントなどを通じて年金資産の価値向上そのものに寄与するものと思われる。

## 参考文献

年金シニアプラン総合研究機構(2010)『海外年金基金の ESG ファクターへの取り組みに関する調査研究』年金シニアプラン総合研究機構

森本剛、高橋知宏(2001)『運用商品評価の考え方 (2)、国内株式ジャッジメンタルアクティブ運用』、年金レビュー(2001年5月号)、日興リサーチセンター

宮井博・柿沼敬二・榊原悦文(1995)『日興年金資産運用勉強会(実務編)－投資基本方針』、日興リサーチセンター

宮井博(2009)『欧州機関投資家の ESG 動向～投資プロセスへの ESG 要因のインテグレーション～』NFI リサーチレビュー、日興フィナンシャル・インテリジェンス



# 第4章 海外年金基金の ESG ファクターへの取組み に関する調査結果

## 1 調査目的、対象および方法

### 1.1 調査目的

近年、気候変動への関心やコーポレートガバナンスの重要性の高まりなどから、環境・社会・ガバナンス（ESG）ファクターを投資プロセスにおいて考慮しようという動きが世界で強まっている。一般的に海外の年金基金は ESG ファクターを考慮した投資（以下「ESG 投資」と言う）への対応が進んでおり、実践も行っていると言われているが、日本の年金基金においては、一昨年度年金シニアプラン総合研究機構が実施した「SRI 及び PRI に関する調査<sup>1)</sup>」でもわかるとおり、情報不足等の理由により、ESG 投資が広まる兆候はあまり見られない。そこで、海外の年金基金が ESG 投資に対して実際どのように考え、どのように実践しているかを調査することで、ESG 投資に関する実践的な情報の充実を図り、日本の置かれている現状を浮き彫りにすることを目的とする。

### 1.2 調査対象

年金基金は図表 4-1-1 の欧州 4 カ国（フランス、スウェーデン、英国、オランダ）、北米（アメリカ、カナダ）の 17 基金を調査対象とした。基金の選定に当たっては調査目的に従いベスト・プラクティスを得ることを重視し、現在 ESG 投資に熱心に取り組んでいる基金を中心に選んだ。また、より広範な情報を得るべく年金基金以外にも図表 4-1-2 の ESG 投資と関係の深い欧州 4 カ国の運用機関等 6 機関も調査対象とした。

### 1.3 調査方法

欧州と北米でそれぞれ異なる調査方法を採用した。

#### ① 欧州（年金基金（9 基金）、年金基金以外（6 機関））

対面インタビュー及びホームページ等の文献調査を実施した。対面インタビューは図表 4-1-3 の日程で行い、各機関の ESG 投資に関与するキーパーソンからそれぞれ 2 時間程度話を聞いた。年金基金に対するインタビューは事前に送付した図表 4-1-4 の質問表をもとに進行した。調査で得られた情報は、年金基金については項目を「1 基金の概要」、「2 ESG 投資の背景」、「3 ESG に関する投資哲学」、「4 ESG 投資の体制・実施方法」、「5 ESG 投資の将来の方向性」に分けて整理した。年金基金以外は機関毎に事項を適宜分類してまとめた。

---

1 財団法人年金シニアプラン総合研究機構（2008）『SRI 及び PRI に関する調査』



② 北米（年金基金（8基金））

基金ホームページを主とする文献調査のみを実施した。調査事項は欧州の年金基金のものをベースとし、文献より取得し得る情報を収集・整理した。

〔図表 4-1-1〕 調査対象機関一覧（年金基金：6カ国・17基金）

分類	基金名	略称	資産額	時点	ランキング
<b>&lt;フランス&gt;</b>					
公的	フランス年金積立基金	FRR	4兆1,230億円	2009/9/30	59
公的	フランス公務員付加年金機構	ERAFP	8,401億円	2008/12/31	-
<b>&lt;スウェーデン&gt;</b>					
公的	スウェーデン国民年金第1AP基金	AP1	2兆2,306億円	2009/6/30	110
生命保険	AMF年金保険会社	AMF	3兆4,431億円	2009/6/30	67
<b>&lt;英国&gt;</b>					
教職員	大学退職年金	USS	2兆7,101億円	2008/3/31	74
企業	BP企業年金	BP	1兆5,708億円	2008/12/31	134
<b>&lt;オランダ&gt;</b>					
公務員	オランダ公務員総合年金	APG	20兆9,819億円	2008/12/31	3
公務員	オランダ医療関係者年金	PGGM	8兆5,878億円	2008/12/31	17
公務員	オランダ運輸産業関係者年金	PV	8,272億円	2008/2	-
<b>&lt;米国&gt;</b>					
公務員	カリフォルニア州公務員退職年金	CalPERS	17兆375億円	2009/11/6	4
教職員	カリフォルニア州教職員退職年金	CalSTRS	11兆2,461億円	2009/9/30	9
公的	ウイスコンシン州投資委員会	SWIB	5兆3,339億円	2008/12/31	28
公的	コネチカット州退職年金	CRPTF	1兆7,434億円	2008/12/31	103
公務員	オハイオ州職員退職年金	OPERS	5兆1,095億円	2008/12/31	34
公的	フロリダ州管理理事会	SBA	11兆1,857億円	2009/8/31	12
公的	ワシントン州投資理事会	WSIB	6兆848億円	2009/9/30	37
<b>&lt;カナダ&gt;</b>					
公的	カナダ年金制度投資委員会	CPPIB	10兆1,070億円	2009/9/30	23

（注1）資産額は Bloomberg の 2009/11/30 時点の対円為替レートをを用いて計算。1 ユーロ=129.25 円、1 スウェーデンクローナ=12.297 円、1 ポンド=141.52 円、1 米ドル=86.31 円、1 カナダドル=81.64 円

（注2）ランキングは Pension & Investments 2009.9.7

〔図表 4-1-2〕 調査対象機関一覧（年金基金以外：4カ国・6機関）

分類	機関名	略称
<b>&lt;フランス&gt;</b>		
フォーラム	ユーロシフ	Eurosif
<b>&lt;スウェーデン&gt;</b>		
研究財団	ミストラ	Mistra
<b>&lt;英国&gt;</b>		
運用機関	ハーミズ・エクイティ・オーナーシップ・サービス	HEOS
運用機関	アクサ・インベストメント・マネジャーズ	AXA IM
インデックスベンダー	FTSE	FTSE
<b>&lt;オランダ&gt;</b>		
運用機関	Sparinvest	Sparinvest

〔図表 4-1-3〕 対面インタビュー日程、回答者

分類	機関名	略称	インタビュー (日付)	インタビュー (回答者)
<b>&lt;フランス&gt;</b>				
フォーラム	ユーロシフ	Eurosif	2009/6/22	Marion de Marcellac (Research)
公的年金	フランス公務員付加年金機構	ERAFP	2009/6/22	Olivier Bonnet (Head of SRI Strategy)
公的年金	フランス年金積立基金	FRR	2009/6/23	Philippe Aurain (Deputy Chief Investment Officer) Sophie Barbier (Responsible Investment Policy)
<b>&lt;スウェーデン&gt;</b>				
公的年金	スウェーデン国民年金第1AP基金	AP1	2009/6/24	Nadine Viel Lamare (Head of Corporate Communications and SRI)
研究財団	ミストラ	Mistra	2009/6/24	Eva Thörnclöf (Chief Investment Officer)
生命保険	AMF年金保険会社	AMF	2009/6/25	Peter Lindell (Head of Corporate Governance)
<b>&lt;英国&gt;</b>				
企業年金	BP企業年金	BP	2009/6/26	Sally Bridgeland (Chief Executive Officer, BP Pension Trustees Ltd)
インデックスベンダー	FTSE	FTSE	2009/6/26	Will Oulton (Director, Responsible Investment) Tony Campos (Executive, Responsible Investment)
教職員年金	大学退職年金制度	USS	2009/6/29	David Russell (Co-Head of Responsible Investment) Dr. Hans-Christoph Hirt (Director, Hermes Equity Ownership Services Limited)
運用機関	ハーミス・エクイティ・オーナーシップ・サービス	HEOS	2009/6/29	Karin Ri (Manager, Hermes Equity Ownership Services Limited) Chris Leak (Associate Director, Hermes Fund Managers)
運用機関	アクサ・インベストメント・マネジャーズ	AXA IM	2009/6/29	Dr. Raj Thamootheram (Director, Responsible Investment) Melissa McDonald (Director, Business Development)
<b>&lt;オランダ&gt;</b>				
運用機関	Sparinvest	Sparinvest	2009/6/30	Els J. Ankum-Griffioen (Regional Manager Netherlands) Martine C. Menko (Investment Officer of Pensionfonds Vervoer)
公務員年金	オランダ運輸産業関係者年金	PV	2009/6/30	Floris Lambrechtsen MBA (Director of Double Dividend)
公務員年金	オランダ医療関係者年金	PGGM	2009/7/1	Marcel Jeucken (Head of Responsible Investment)
公務員年金	オランダ公務員総合年金	APG	2009/7/1	Claudia Kruse (Senior Governance and Sustainability Specialist)

(注) インタビュー回答者の役職はインタビュー時点のもの。

〔図表 4-1-4〕 年金基金に対する質問表（原文は英語）

## 質問表

### 1. 背景

なぜ ESG 投資を始めることにしたのですか？

(例)

- ✓ きっかけや動機
- ✓ 法規制
- ✓ 当初の困難さ

### 2. 投資哲学

ESG 投資に関する基本的な哲学はどのようなものですか？

(例)

- ✓ 責任投資の哲学や原則
- ✓ 「パフォーマンス」の視点からの見解

### 3. 投資プロセスと実施

ESG 投資のプロセス（インハウス運用／外部委託運用）をどのように管理していますか？

(例)

- ✓ 戦略
- ✓ スクリーニング（ネガティブ・スクリーニング／ベスト・イン・クラス）
- ✓ テーマ・ファンド
- ✓ エンゲージメント（議決権行使含む）
- ✓ インテグレーション
- ✓ ポートフォリオ構築
- ✓ 体制（キーパーソン、職員の人数、外部のコンサルティング会社や運用機関の利用）
- ✓ 理事会や職員の研修

### 4. 将来の方向性

ESG 投資の将来の方向性をどのように考えていますか？

(例)

- ✓ ESG 市場の展望
- ✓ 金融危機の影響
- ✓ 課題

## 2 調査結果概要

本節では調査結果を「ESG 投資の背景」、「ESG 投資に関する投資哲学」、「ESG 投資のプロセスと実施方法」、「ESG 投資の将来の方向性」の順で国毎に概観する。

### 2.1 ESG 投資の背景

#### ① フランス

公的年金の積立基金である FRR、ERAFP とともに労働組合からの強い要請が背景にあり、ESG 投資を行うことが実質的に基金設立の要件であったと言えよう。伝統的にフランスの労働者の間には、年金制度は（現役世代の保険料を給付に充てる）賦課方式で運営されるべきだとする共通認識がある。その理由は（給付に必要な資金を予め積み立てる）積立方式に対する反感だ。積立方式は、懸命な労働によって得られた掛金を年金基金が卑しい利殖のために投資する、という点がアングロサクソン型の金融資本主義的であるとして忌み嫌われている。しかし、フランスでは少子高齢化により従来の賦課方式では年金制度の破綻は目に見えており、両基金の設置により積立方式の導入が図られようとしていた。ここでの関門は、理事会メンバーの約半数を占め、総じて積立方式に批判的な労働組合の代表者の説得だった。そこで持ち出されたのが ESG 投資である。投資であっても ESG が考慮されるならば、それは「正しい資本主義」であるとして受け入れられたのだ。

#### ② スウェーデン

スウェーデンでは、持続可能（サステイナブル）な社会構築が国家戦略として掲げられ、それが数々の政策に反映されている。国民年金の AP 基金（今回の調査対象は AP1）の根拠法にもミッションとして倫理・環境を考慮した投資を行うことが規定され、ESG 投資を行う直接のきっかけとなった。環境研究財団の Mistra はこの国家戦略のもと国内で行われる環境関係の研究を助成しているが、更に財団資産の全てをサステイナブル投資で運用しており、非常に実験的なプレーヤーと言える。中でも第 7AP 基金と連携しプライベート・エクイティを介して新技術を産業育成する試みは興味深い。生命保険会社の AMF はブルーカラー労働者の職域年金 SAF-LO の資産運用をメインビジネスとしている。SAF-LO の加入者は運用機関を 20 社以上の中から選択することができ、AMF は他社とシェアを競う中で顧客(SAF-LO 加入者) への訴求を目的として ESG 投資に取り組んでいる。これより国家の示すビジョンが国民に広く浸透していることの一端が伺えよう。

#### ③ 英国

英国における年金基金の SRI への取り組みの背景として、2000 年の年金法改正が挙げられる。この改正により、年金基金が投資決定の際に、投資先企業の ESG に関する状況についてどのように配慮しているのかを開示することが要求された。年金基金が SRI に投資することを直接的に義務づけたものではなかったが、事実上 SRI 投資を後押しするきっかけとなった。開示を通じた緩やかな規制により ESG 投資を誘導するという英国のやり方は、他国

でも参考にされた。

ただし一方で、クラスター爆弾製造に関連している企業を機械的に排除することのみをもって ESG 投資に取り組んでいると主張するなど、SRI 投資の本質的進展まで行かず形骸化されているという指摘も一部にはある。

#### ④ オランダ

2007年3月に放映されたドキュメンタリー番組 **Zembla** が大きな反響を呼んだ。オランダの年金基金がクラスター爆弾や地雷の製造に関わっている企業に投資しているという実態を映したのである。これは大問題であるという世論が巻き起こり、クラスター爆弾や地雷の製造に関わる企業は排除するということが、年金基金にとっての当然の要件となった。

オランダは英国などとは異なり、ESG 投資に対する法的な規制は今のところ存在しない。だが、オランダは欧州の中でも ESG 投資において先進的な位置づけであり、国民が自分達の問題意識に従って ESG 投資が自発的に発展してきた感がある。

#### ⑤ アメリカ

文献調査した7つの年金基金について、ESG 投資を行う法規制面の背景の特徴は、州法においてスーダン・イラン関連企業へのダイベストメント（投資排除）を定めているところが多いということであろう。カリフォルニア州法では、スーダンへのダイベストメントに加え、環境投資への要請についても定めている。

## 2.2 ESG 投資に関する投資哲学

### ① フランス

FRR は ESG 投資を行う上で基本的に国連グローバル・コンパクト、ILO の中核的労働原則、武器禁止条約を参照している。ただ、あくまでリターンを求めることが原則で、ESG 投資は情報に不確かな部分が多いことがリスクだがそこにリターンの可能性があるとしている。

ERAFP は全ての資産の投資判断において人権、社会的進歩（雇用やディーセントワーク）、民主化（組合結成の自由等）、環境、ガバナンスの5つの基準を適用している。少なくとも同基金設立当時 ESG 投資はパフォーマンスをあげるものとしてではなく、労働組合の要請に応えるための政策として意識されていた。

### ② スウェーデン

AP1 をはじめとする AP 基金は ESG 投資を行う上でスウェーデンが批准する国際条約を判断基準としている。これは国民の代表である議会が支持した外交方針に沿うことは、受益者（国内の全労働者）の広い同意が得られるであろうという同基金の方針に立ったものである。AMF も顧客であるブルーカラー労働者の多様な価値観への配慮から、国際条約や国連グローバル・コンパクト、OECD ガイドラインをもとにした投資方針を定めている。

### ③ 英国

英国のハーミーズでは 1990 年代にインデックス投資を中心に行っていたが、投資したいとは思わない銘柄にまで投資せざるを得ない状況をなんとかすることができないかということでエンゲージメントが生まれた。全銘柄を持たなければいけないのであれば、問題のある企業に直接アプローチすることにより、インデックス銘柄全体を底上げしようとしたのである。

### ④ オランダ

PGGM では 1985 年頃にはすでに、人権を重視する観点からネガティブ・スクリーニングによる投資が始められていた。PGGM がなぜ ESG 投資に目を向けるのか、その理由は 2 つある。「受託者責任に付加価値を与えるため」と「ESG 投資はアイデンティティであるため」であった。前者に関しては、PGGM は財務的なリターンと ESG にどれだけ貢献するかは整合するというポリシーを持っている。後者については、元々社会福祉関係の基金であるため、社会的な付加価値を高めようとするのは彼らにとって自然の流れなのである。さらに彼らは、「ESG を考慮した投資の成果についてアカデミックな裏づけを待っている余裕はない。自分達のポリシーを信じている。」と言っている。

### ⑤ アメリカ・カナダ

今回の文献調査において、ESG 投資を行う上での基金の意識の多くは、「あくまでも経済的リターン優先」もしくは「経済的リターンを損なわないうえで」としている。そして実際、ESG 投資は経済リターン追求と整合的、と考える基金が大半を占めた。アメリカだけでなくカナダの CPPIB も、「受託者責任上重視する投資リターンの追求と ESG 要因の考慮は整合的である」とホームページの中で明記している。

特にエンゲージメントに関してその考え方は強い。問題企業の改善は市場全体の向上につながり、最終的には自分たちのポートフォリオの長期リターンの向上につながるという表現が多く見受けられた。インテグレーションやスクリーニングについては若干意見が分かれ、ユニバースを狭めるとか投資制約になるという理由からやや慎重な姿勢を取る基金もあれば、反対にリターン追求の一環として ESG を取り入れるという基金もあった。昨今の環境意識の高まりや CO<sub>2</sub> 排出権取引などを考慮し、特に環境要因は企業の競争力にも影響を及ぼすことからリターンと整合的という意見は多かった。

## 2.3 ESG 投資のプロセスと実施方法

### ① フランス

FRR は自身の投資は倫理投資でも SRI でもないと強調していた。実際にネガティブ・スクリーニングはクラスター爆弾など国際条約で禁止されているもの以外は行っておらず、インテグレーションとベスト・イン・クラスを中心に幅広い投資手法を採る。FRR は 100% 外部委託運用であり全てのマニフェストに ESG 投資に関する質問事項を含めることで、一般的なポートフォリオにもインテグレーションを図っている。エンゲージメントも行っており、

議決権行使は独自のガイドラインを設け原則外部アセット・マネジャーに委任している。

ERAFP は外部委託している株式投資において独自の ESG 評価基準によるベスト・イン・クラス手法を適用している。新たに始める社債投資でも株式と同様の基準で ESG 投資を行う予定だ。議決権行使は法律で基金自身の行使が認められておらず、運用会社に一任している。また、インハウスで運用している地方債のいくつかについて同基金の ESG 評価基準に照らし問題があったが、売却が困難であるため現在自治体を相手にエンゲージメントを試みている。

## ② スウェーデン

AP1 をはじめとする AP 基金はエンゲージメントを ESG 投資の中心としており、投資先企業で ESG に問題が生じてもすぐに売却せず対話により改善を促すことを原則とする。エンゲージメントは AP1~4 の 4 基金合同で行っているが、これによりエンゲージメントのコストを下げ、効果を高める働きがある。AMF は株式投資において同基金の ESG 評価基準に違反する場合、売却か、エンゲージメントのいずれかを行う。

## ③ 英国

USS も BP 企業年金もインハウスが中心であるが、両者は事情が大きく異なる。BP 企業年金は企業年金ということで母体企業との関係が ESG を進める上での制約になる。特に BP は石油業界という面もあり、風評リスクを常に意識している。PRI に署名するにあたっては、周りが署名しているという理由からではなく、慎重に内部で検討を重ねた結果、本当に必要と感じたからである。そのため、署名のタイミングは USS に比べ遅れたが、それが BP のやり方である。一方、USS は企業年金に比べ会計上の制約が少なく、企業年金のように母体企業がすでに抱えているリスクを勘案する必要がないため、アセットクラスも広げやすく、投資の自由度が高い。USS ではカーボンのコストをマテリアルな問題と捉えており、そのインパクトを投資の意思決定プロセスに導入している。投資の最終決断を下すのはあくまでマネジャーであるが、ESG の情報を有効に活用することが長期的に見てリターンにつながると考えている。

議決権行使は USS も BP 企業年金もすでにかなり行ってはいるが、さらなる強化項目と捉えているようである。ISS を利用しているが、どちらもさらにクオリティの高いプロバイダを求めている。

英国はエンゲージメントとインテグレーションが中心である。エンゲージメントに力を入れているハーミーズでは ESG 関連の部門に 25 名もの人員を配置し、世界中の企業と対話できる体制を整えている。

## ④ オランダ

APG と PGGM という欧州でトップクラスに大きい基金が ESG に大変積極的である。どちらもインハウスが中心で、エンゲージメント（議決権行使を含む）とインテグレーションに力を入れており、どちらも扱っている全ての資産を対象に ESG の要素を組み込もうとし

ている。一部外部に委託する際も彼らのポリシーは徹底される。PGGM では実質的に保有するおよそ 4500 銘柄について議決権を行使している。

どちらの基金も実際に ESG 要因を取り込んだ評価を下すのはマネジャーやアナリストであるが、ESG 担当チームのメンバーは彼らにデータを提供したり、議論を行ったりする。生物学の Ph.D を持った人間など各分野に特化した専門家も採用しており、基金のトップから現場担当者まで ESG を組み込むための体制をしっかりと整えようとしている方針なのがよくわかる。

Sparinvest では、従来のバリュー投資に ESG アドバイザーが提示するレーティングを加味し、各銘柄の総合的な評価を行っている。彼らのやり方は、従来の意思決定プロセスに ESG 要因を加えるというインテグレーションを比較的容易に始める 1 つの方法であろう。

#### ⑤ アメリカ・カナダ

調査対象として取り上げたアメリカ 7 基金、カナダ 1 基金、合計 8 つの公的年金において、ESG 投資は「エンゲージメント（議決権行使を含む）」と「スーダン・イラン関連企業などに対するダイベストメント」が中心であった。

エンゲージメントについては 8 基金すべてが実施、ダイベストメントについてはアメリカ 7 基金のうち 6 基金がスーダン・イラン関連企業を投資排除、1 基金（CRTPF：コネチカット州職員年金基金）が北アイルランドでビジネスを行う企業の投資排除を実施している。

エンゲージメントでは、問題企業の名前を公表する CalPERS の「フォーカス・リスト」が有名であるが、企業名の公表まで行わなくとも、問題企業の改善を通じて市場全体の向上や社会の改善を図ろうとする観点、リスク管理の観点、マーケットインパクトをはじめとする市場への大きな影響への配慮といった観点から、エンゲージメントを志向する基金は多い。

その他の ESG 投資手法にまで着手している基金はあまり多くないが、CalPERS や CalSTRS、CPPIB では投資判断過程で ESG 要因を考慮するインテグレーションを実施している。その際考慮する内容の多くは環境要因である。最も進んでいると思われる CalPERS では、コーポレート・ガバナンス・ファンドや環境テーマ・ファンド、環境不動産投資なども行っている。

今回の調査の中では、やや間接的ではあるが、CDP（カーボン・ディスクロージャー・プロジェクト）や EAI（エンハンスト・アナリティクス・イニシアチブ）、EITI（採取産業透明性イニシアチブ）など各団体への参加を通じて、企業のディスクロージャー改善への働きかけを行うような動きもあり、CalSTRS や CPPIB のホームページでこれらの活動が取り上げられていた。

## 2.4 ESG 投資の将来の方向性

### ① フランス

FRR は現在気候変動による各資産クラスのリターン、リスクへの影響について分析を行っており、今後その結果を実際の資産配分に反映することを目指している。ERAFP は同基金の ESG 評価基準の解釈を不動産などの新しい資産クラスに広げていくこととしている。



## ② スウェーデン

AP1 は課題として投資プロセスへのインテグレーションを上げている。またポートフォリオ構築における気候変動の考慮を検討するとしていた。また、業界全体として現状一般的に ESG に対して長期的な観点での評価が行われていない点を問題視していた。AMF は人的資源が少ない状況を踏まえ、より効率的な ESG 投資の実施方法の構築が必要だと述べた。

## ③ 英国

エマージング市場に対する熱が高まってきている。USS はここ数年エマージング市場を注目して見るようになってきた。インテグレーションが進むことは間違いない。

だが、課題がないわけではない。例えば、企業トップの中には、昨今の金融危機がガバナンスの問題であるという認識をあまり持っていない経営者が少なからず存在する。今回の危機を再認識し、トップダウンのシグナルの質が向上することにより、さらなるインテグレーションが促進するであろうと考えている。

## ④ オランダ

今のところ法規制がなくても ESG に熱心に取り組んでいるオランダであるが、今後法的な要請が加わってきて益々盛んになる可能性も十分ある。

APG にとってサステイナブル投資を行わないという選択肢はありえない。世界第 3 位という規模、役割を考えると持続可能な年金の実現のためには必要不可欠なものであると彼らは言う。一方で課題もある。インテグレーションを進めるためにシステム化を進めることや財務リターンとの関連性の研究、エマージング市場における ESG の評価などである。また、彼らは 2008 年頃から気候変動要因をアセット・アロケーションに組み込むことを検討している。近い将来、個々のアセットクラス内の話からアセットクラス間の関係にまで ESG 要因が影響を与えるようになるだろう。

## 参考文献

河口真理子 (2009) 『欧州主要年金基金の ESG 投資事情』大和総研

宮井博 (2009) 『欧州機関投資家の ESG 動向～投資プロセスへの ESG 要因のインテグレーション～』日興フィナンシャル・インテリジェンス

### 3 調査結果（年金基金〔欧州〕）

# フランス年金積立基金

## (Fonds de Réserve pour les Retraites : FRR)

### 1 基金の概要

#### 1.1 組織の概要

FRRはフランスの公的年金の積立基金である。フランスでは年金制度は基本的に（現役世代の保険料を給付に充てる）賦課方式で運営されており、それが国民の間で絶対とされている。しかし、純粋な賦課方式では少子高齢化の進行に伴う掛金負担の急激な上昇により制度の存続が危ぶまれたことから、掛金上昇を平準化するバッファー基金としてFRRが設立された。FRRの財源は特定の社会保険料が存在するのではなく、税金の一部や年金制度の余剰金等多様な資金が充当されている。FRRから賦課方式年金制度<sup>4</sup>への資金拠出は2020年以降とされており、それまでFRRは積立金の運用のみに専念できる。

国	フランス
分類	公的年金
設立時期	2001年
資産総額	319億ユーロ(2009/9/30) <sup>2</sup> 世界第59位 <sup>3</sup>
運用形態	100%外部委託
資産配分	2009年戦略的資産配分(SAA) 株式：45% 債券：45% オルタナティブ：10%

よって、FRRに課される最大の使命は、長期的なリスク制約の中で、2020年より開始される年金拠出金の最大化を図ることである。なお、FRRは法律でインハウス運用を禁止されており、更に外部アセット・マネジャーは入札公募することとされている。

#### 1.2 ガバナンス

監査委員会(Supervisory Board)は以下のとおり総勢20名で構成されており、一般的な投資政策の策定や、運用パフォーマンスの監査等の役割を担っている。

- ① 政府立法部門（4名）
- ② 全国的な労働組合の代表（5名）
- ③ 雇用主組合、自営業者組合の代表（5名）
- ④ 政府行政部門（4名）
- ⑤ FRRの任務（分野）に関係の深い有識者（2名）

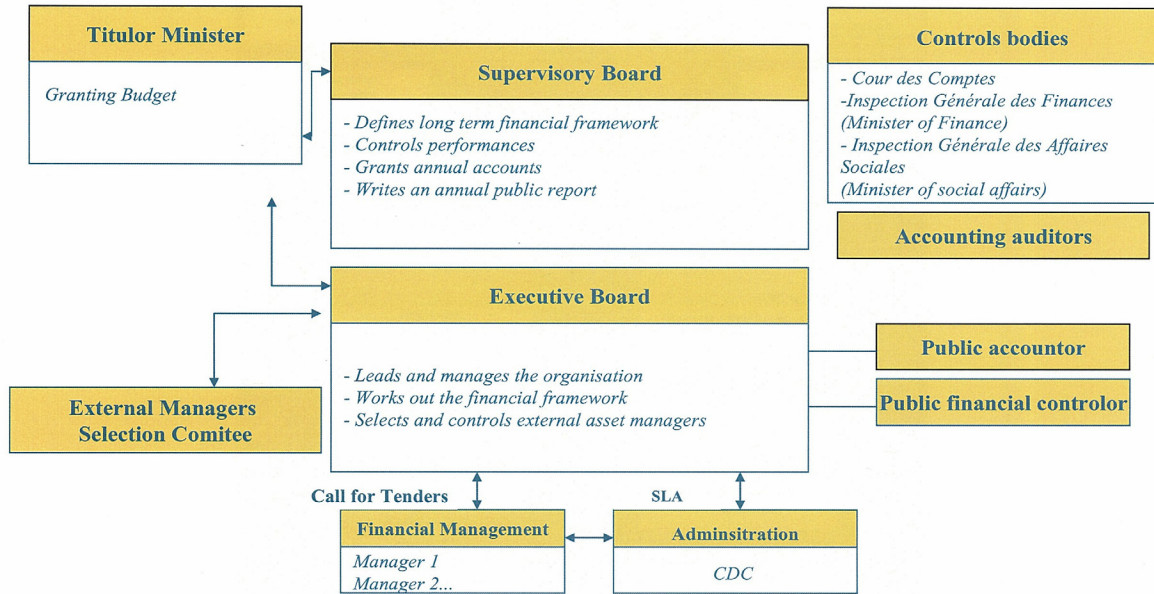
理事会(Executive Board)のメンバーは監査委員会によって選出される。理事会の任務は組織の指導と管理、監査委員会が決定した投資政策の実現、及び外部アセット・マネジャーの選定と管理等がある。

<sup>2</sup> FRR プレスリリース(2009年10月26付)より

<sup>3</sup> Pensions & Investments (2009年9月7日付)より

<sup>4</sup> CNAVTS、ORGANIC、CANCAVA

〔図表 4-3-1〕 FRR のガバナンス



(出所) FRR

### 1.3 資産配分

2008年の運用実績は金融危機の影響によりマイナス25%であり、FRR設立以来のリターンを全て失った。これに伴い2009年の戦略的資産配分(Strategic Asset Allocation: SAA)の変更時にリスクの高いアクティブ資産を減らしボラティリティを下げた。FRR創立からの戦略的資産配分(SAA)の推移は次のとおりである。

- ① 1st SAA(2003)：株式 55%、債券 45%
- ② 2nd SAA(2006)：株式 60%、債券 30%、オルタナティブ 10%
- ③ 3rd SAA(2009)：株式 45%、債券 45%、オルタナティブ<sup>5</sup> 10%

## 2 ESG投資の背景

### 2.1 ESG投資を始めたきっかけ

フランスでは年金制度は世代間扶助の賦課方式が原則で、積立方式とすることに労働者の誰しもうもが嫌悪感を持っている<sup>6</sup>。FRRはバッファー基金なので給付に直接係わるものではなかったけれども、基金の理事会メンバーに労働組合の代表がおり積立方式を積極的に行うことを認めなかった。投資におけるESG要因の考慮は、組合代表にFRRを積立方式で運営することを納得させるために必要だった。

<sup>5</sup> 主に不動産、資源、インフラに投資している。

<sup>6</sup> 積立方式は懸命な労働によって得られた掛金を基金が利殖のために投資するところが「アングロサクソンの」であるとして反感を持たれている。

## 2.2 法的な規制

FRR の根拠法では、FRR の投資方針ガイドラインがどのように ESG 要因を考慮しているかについて、監査役会(Supervisory Board)への報告が義務付けられている。ただし、法律上はこの報告義務を除いて ESG 投資に関する明白な言及は無く、投資対象の制限等については触れられていない。

## 3 ESG に関する投資哲学

### 3.1 ESG 投資に取り組む理由

FRR が ESG 投資に取り組むのは次の理由からである。

① 公的な投資家であること

FRR は公的年金の運用機関という性格上多くのステークホルダーがおり（そのうちの何名かが監査役会の代表者になっている）、広範な受託者責任を持つ。よって、ESG 投資への取り組みに関して高い風評リスクを持つと考えている。

② 長期の投資家であること

FRR は 2020 年まで払い出しがないため、長期の投資スタイルをとっている。投資方針策定のための将来の試算は 2040 年までのホライズンで行っている。投資期間が長い場合、ESG のような非財務要因はパフォーマンスに大きな影響があると考えている。

③ ユニバーサルな所有者であること

経済的な要因はもちろん見ているが、環境、温暖化等の外部性の問題も長い目で見れば資産の価値を下げる要因になりうると考えている。

### 3.2 パフォーマンスに対する考え方

現時点で ESG 投資とパフォーマンスとの関係を明言することはできない。ESG 投資の歴史が浅いため情報が少なく、学術研究や非財務要因の分析手法も十分でないと考えるからだ。ただ、ESG 投資のパフォーマンスが良いかどうかはわからないが、絶対に悪いと決まったわけでもない。

FRR は利益を出すことが最重要目的と考えている。ESG 投資は情報が不確かな部分が沢山あるということがリスクけれども、その中でリターンがあるかもしれないという精神のもとで ESG 投資を行っている。社会的責任があるからといって NPO や宗教法人には投資しない。なぜなら、それらの団体への投資は利益をもたらさないからだ。ハイリターンは求めなくともリターンを求めることは基本原則にある。

## 4 ESG 投資の体制・実施方法

### 4.1 ESG 投資体制

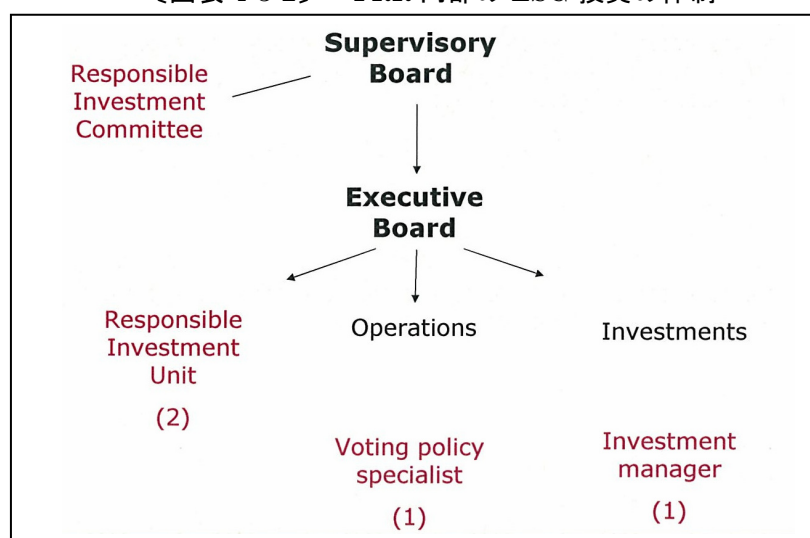
FRR は内部に 55 名のスタッフを擁しており、ESG 投資に関して次のような配置を行っている。

- ① 責任投資部(Responsible Investment Unit): 2.5 人<sup>7</sup>
- ② 責任投資マネジャー(Responsible Investment Manager): 1 人
- ③ 議決権行使方針の専門家(Voting Policy Specialist): 1 人

また、監査役会(Supervisory Board)の中に責任投資委員会(Responsible Investment Committee)を設けており、プレジデント 1 人、ヴァイス・プレジデント 1 人、およびエキスパート 2 人から成る。

なお、図表 4-3-2 のとおり責任投資委員会および責任投資部がともにオペレーション部門にも運用部門にも属していないところがポイントである。

〔図表 4-3-2〕 FRR 内部の ESG 投資の体制



(出所) FRR

### 4.2 投資戦略の策定プロセス

FRR の戦略的資産配分 (SAA) の推奨案を理事会に提出し、理事会が SAA を決定する。そして、その SAA に基づいて外部アセット・マネジャーに運用させている。SAA はこれまで 2~3 年のスパンで捉えてきたが、2009 年からは毎年策定し、さらに四半期毎にレビューすることになった。なお、SAA を策定する際には国連グローバル・コンパクト、ILO、そして武器の禁止条約等を参照している。

<sup>7</sup> フルタイム換算。インタビュー回答者の Sophie Barbier 氏は責任投資部に所属している。

また、FRR は責任投資戦略をこれまで 2 回作成しており<sup>8</sup>、その中で次の基本原則を定めている。

- ① 全てのステークホルダーとの対話
- ② 他の投資家との協働と連携
- ③ 規制の投資に及ぼす影響の評価
- ④ 現実的な対応(ESG かどうかを判断する際に定義にこだわり過ぎず緩めに捉える)
- ⑤ 透明性の確保

#### 4.3 投資対象

フランス国内、大陸欧州の銘柄に重点的に投資している。

#### 4.4 外部機関の利用

- ① 外部アセット・マネジャー

積立金の運用は100%外部マネジャーに委託している。現在 Allianz、Aviva、Dexia、Pictet、Sarasin の 5 社に委託している。

- ② 外部 ESG 評価機関

EIRIS と Truecost の 2 社を利用している。EIRIS は FRR が ESG の概念からリスクのある企業に投資していないかを評価している。Truecost はカーボン関連の評価をしている。これまでのところポートフォリオの見直しを推奨するような指摘はなかった。

#### 4.5 ベンチマーク

外部アセット・マネジャーには通常のベンチマークしか与えておらず、ESG 投資に限定したベンチマークは使用していない。メインストリームの投資にも ESG の概念を広げていけば ESG が特別な要素ではなくなるので、今までのベンチマークで十分と考えている。

#### 4.6 ネガティブ・スクリーニング

ネガティブ・スクリーニングは例外を除いて行わない。禁止兵器のみ排除しているが、武器を扱っているというだけでは排除しない。FRR は自身を倫理ファンドや SRI ファンドだとは認識していない。

#### 4.7 エンゲージメント

エンゲージメントは非常にアングロサクソンの手法なのでフランスの文化には馴染みが無く、フランス企業の間で十分に理解されていない場合がある。そのため、FRR からエンゲージメントの相手企業に次のような事項をあらかじめ説明することにより、エンゲージメント

---

<sup>8</sup> SRI Strategy 2003-2007, New RI Strategy 2008-2012。

の円滑化を図っている。なお、エンゲージメントの実行については責任投資委員会（監査役会の内部委員会）が決定権を持つ。

- ① このエンゲージメントでどのような性質の申し立てをしているのか。
- ② 何社に対して同様のエンゲージメントを行っているのか。
- ③ このエンゲージメントは他の投資家と共同で行っているのかどうか。
- ④ このエンゲージメントは何の目的のために行っているのか。

また、PRI を共同エンゲージメントのクリアリングハウスとして活用している。2008 年には PRI に署名している 50 以上の主要な機関投資家（資産総計:4.4 兆米ドル）と共に、全世界<sup>9</sup>の 9,000 社に対して国連グローバル・コンパクトへの署名を要求する公式文書にサインした（これは後に「ソウル・イニシアチブ」と呼んでいる）。

議決権行使は 5 社の外部アセット・マネジャーに委任している。FRR が議決権行使のガイドラインをマニュアル化しており、マンドートの中に織り込んでいる。ただ、次の場合のみ FRR 自身が議決権行使に関して行動する。

- ① フランス国内の大企業の重要な決議がある場合、FRR 自身が議決権を行使する。
- ② 同一株を複数の外部アセット・マネジャーが持っている場合、相互の意見の対立が発生しないよう FRR が調整を行う。
- ③ 外部アセット・マネジャーの議決権行使ガイドラインの解釈が異なる場合、FRR が調整に入る。

#### 4.8 インテグレーション

FRR では、積立金の運用は 100%外部アセット・マネジャーに委託しているので、その選定プロセスと選定後のコミュニケーションにおいて ESG 要因が考慮される。「欧州銘柄のポートフォリオ」、「ニッチなアセット・マネジャー」、および「メインストリーム」について次のようにインテグレーションを実施している。

- ① 欧州銘柄のポートフォリオ  
2004 年にマンドートした欧州株式ポートフォリオでは、以下の 4 点を考慮するよう、外部アセット・マネジャーに要求している。
  - ・ 調査分析: 投資対象候補企業の社会・環境面の活動に関して調査、分析を行うこと
  - ・ マネジメント・プロセスの改善: この調査で認識できた事実を投資の意思決定プロセスに反映するように努めること

---

9 次の指数に含まれている企業: MSCI World, FTSE All World, IFC Emerging Markets



- ・ 報告と透明性: 財務情報と ESG 関連情報をインテグレートする際の方法と課題について開示すること
- ・ ESG 問題における FRR とのパートナーシップ: 方法論や調査結果については FRR と情報交換を行うこと

## ② ニッチなアセット・マネジャー

2006 年には、欧州株を対象とした SRI マンデート（総計 6 億ユーロ、契約期間 5 年）を公募し、5 社<sup>10</sup>を採用した。それぞれのアセット・マネジャーが実験的なアプローチで ESG のインテグレートを図っている。例えば「国連グローバル・コンパクトの原則に照らし合わせて、それぞれの業界で最悪の企業を排除するポートフォリオ」や、「排除する代わりに強力なエンゲージメントを行うポートフォリオ」などがある。

## ③ メインストリームへの導入

FRR は ESG の価値観を更に一般的な戦略に広げていくことにした。その方法はアセット・マネジャーの選定を行う際に、質問表を用いて以下のような ESG 投資に関する事項に回答させることで、ESG 要因を漠然と FRR の投資プロセスに組み込むというものである。

- ・ 上記 4.2 の FRR の責任投資戦略における 5 つの基本原則の受諾
- ・ ESG の調査分析の実績
- ・ エンゲージメントの支援の状況
- ・ ユニバースからの排除の対象（地雷等）
- ・ 非財務要因を考慮した適時の報告

また、新しい資産クラスでは、コモディティ、インフラ、不動産について現在インテグレーションの方法を検討中である。

## 4.9 ESG 投資普及のための取り組み

FRR は 2005 年の PRI 策定において主導的な役割を果たした。現在 FRR の理事会メンバーが PRI のワーキンググループに参加している。また、ESG 投資に関する学術研究を積極的に支援しており、学術賞や PRI の学術ネットワークに参画している。

---

10 ①AGF Asset Management、②Dexia Asset Management、③Morley Fund Management、④Pictet Asset Management、⑤Sarasin Expertise Asset Management の 5 社。

## 5 ESG 投資の将来の方向性

### 5.1 気候変動の戦略的資産配分 (SAA) への織り込み

FRR は ESG 要因を戦略的資産配分 (SAA) に反映させる試みとして、気候変動による各資産クラスのリターン、リスクへの影響について分析を行っている。具体的には図表 4-3-3、図表 4-3-4 に示すとおりである。

まず、将来の気候変動のシナリオとして、IPCC (気候変動に関する政府間パネル)<sup>11</sup>の 2007 年報告をもとに、産業化以前からの気温の上昇について「グリーン (2~2.4°C)」、「ベースライン (2.4~4°C)」及び「ハイリスク (4~4.9°C)」の 3 つを想定する。

次に、それぞれの気候変動シナリオに対して経済金融のシナリオを仮定する。経済金融シナリオは経済成長率、インフレ率、石油価格について「ベースライン」シナリオからの偏差で設定する。例えば、気候変動の「グリーン (2~2.4°C)」シナリオに対応する経済金融の「グリーン成長」シナリオにおいては、「ベースライン」シナリオからの偏差を経済成長率: +0.5、インフレ率: 0、石油価格: -2.0 としている。

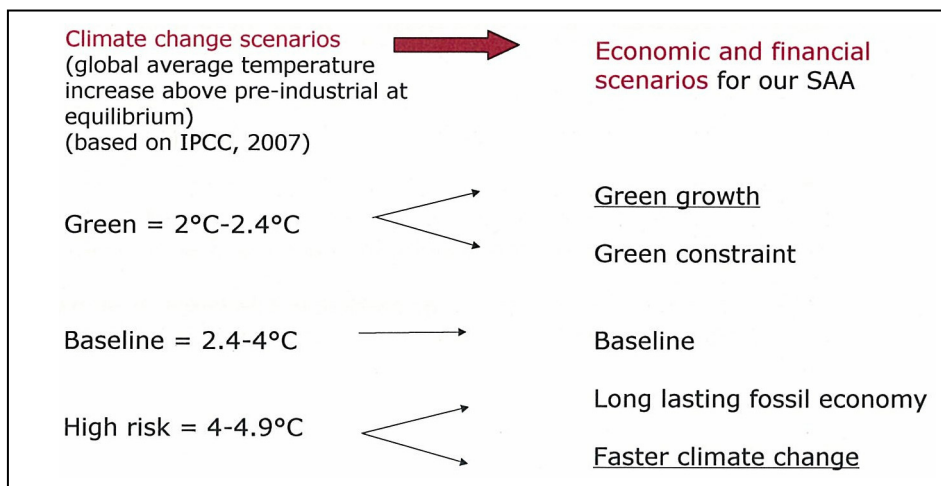
最後に経済金融シナリオに対して戦略的資産配分 (SAA) への影響を仮定する。これは「ベースライン」シナリオの資産配分 (株式: 50%、債券: 35%、その他: 15%) からの偏差で定める。例えば、経済金融の「グリーン成長」シナリオにおける資産配分の「ベースライン」シナリオからの偏差は、株式: +20、債券: -14、コモディティ: -5、不動産: -1 としている。

なお、今現在この分析手法による投資を実践している訳ではないが、将来の投資戦略を決める方針として既に理事会の承認を得ている。今後、戦略的資産配分 (SAA) に盛り込まれるだけでなく、資産クラスやマンドートの内容にも影響してくるだろう。

---

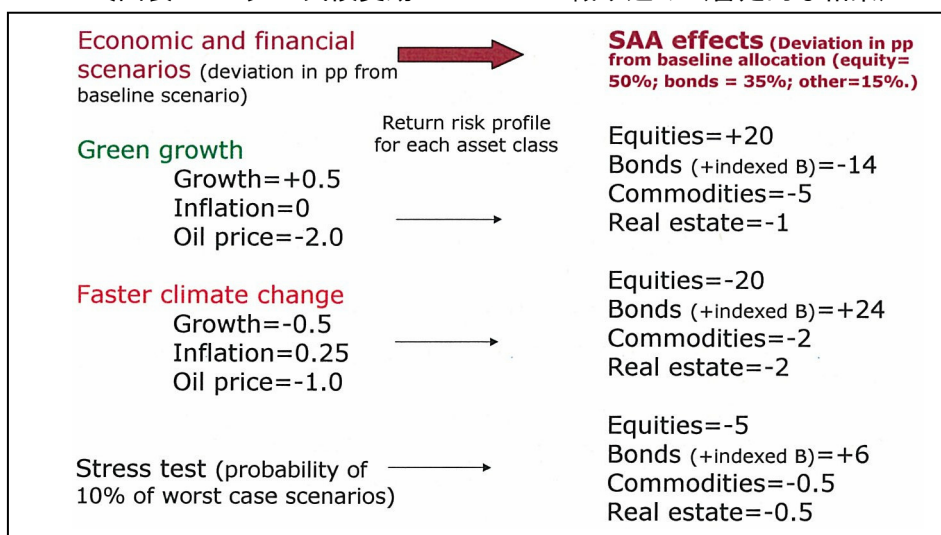
11 <http://www.ipcc.ch/>

〔図表 4-3-3〕 気候変動の SAA への織り込み（想定するシナリオ）



(出所) 訪問時に入手した FRR 作成資料

〔図表 4-3-4〕 気候変動の SAA への織り込み（暫定的な結果）



(出所) 訪問時に入手した FRR 作成資料

## 5.2 金融危機の影響

金融危機後の投資家の ESG 投資への反応は、ESG 投資を控えるか、何をやってもリスクがあるのでヘッジとして ESG 投資を取り入れてみるか、のどちらかに大きく分かれていると感じている。金融危機によりメインストリームの投資がよりオープンな方法に変わっていくだろうから、ESG 投資にとっては普及を図るチャレンジの時期であると思う。

## 5.3 ESG 投資の課題

FRR は ESG 投資について次のような課題を掲げている。

- ① ESG 要因に関するデータの透明性と比較可能性の向上
- ② ESG 投資のメインストリーム化

- ③ 債券投資における ESG 要因の考慮
- ④ ESG 市場の財務的な影響の分析

## 参考文献

FRR ホームページ (<http://www.fondsdereserve.fr/>)

企業年金連合会 (2008) 『企業年金に関する基礎資料』 企業年金連合会.

# フランス公務員付加年金機構

## (Etablissement de Retraite Additionnelle de la Fonction Publique : ERAFP)

### 1 基金の概要

#### 1.2 組織の概要

フランスでは 2003 年の年金改革において全公務員を対象とした強制加入の付加年金制度(RAFP)<sup>14</sup>が制定された。その際、RAFP を国家指導下で運営する公的機関として設置されたのが ERAFP である。

RAFP の財政運営は全て積立方式で行われており、ERAFP では 2005 年から積立金の運用を開始した。加入員数では世界最大の公的年金の 1 つで、受益者は 460 万人、加入事業主は 51,000 である。総資産額は現時点では設立から間もないため他の主要な公的年金に比べて少ないが、1 年当たりの掛金収入は 16 億ユーロにのぼり、今後急速な資産規模の拡大が見込まれている。

国	フランス
分類	公的年金
設立時期	2003 年
資産総額	65 億ユーロ <sup>13</sup>
運用形態	株式：100%外部委託 債券：インハウス
資産配分	株式：10% 債券：90%

ERAFP は世界初の「100%SRI の機関投資家」であり、欧州の SRI 機関投資家の間で指導的な役割を果たしていることを自任している。2009 年 4 月には 24 億ユーロもの多額の SRI マンデートを実施し SRI 関係者の間で話題となった。

#### 1.2 ガバナンス

ERAFP の理事会は以下のとおり全 19 名で構成され、労使双方の代表者が同数（8 名）含まれている。

- ① 労働組合が指名した受益者代表 : 8 名
- ② 国の公共サービスの利用者代表 : 3 名
- ③ 地方自治サービスの利用者代表 : 3 名
- ④ 公立病院の利用者代表 : 2 名
- ⑤ 個人の代表 : 3 名

<sup>13</sup> ERAFP プレスリリース（2009 年 4 月 28 日付）より

<sup>14</sup> RAFP の掛金の徴収対象は、それまで対象とされてこなかったボーナス、残業代等の特別手当である（ただし基本給の 20%を上限とする）。給付額はポイント制で計算される。

### 1.3 資産配分

2009年6月時点の資産配分は債券90%、株式10%である。法律で株式投資の割合が25%までに制限されている。目標の最低リターンを負債評価の割引率と同じ1.8%に抑え、経済危機のときもダメージを受けないようあくまで手堅い分散投資を心がけている。

債券のほとんどは欧州の国債、自治体債であり、社債はこのほど開始したばかりである。株式は、従来は欧州株のみであったが、つい最近グローバル株の投資にも着手した。また現在、不動産、森林等の実物投資にアセットクラスを広げることを検討している。

## 2 ESG投資の背景

### 2.1 ESG投資を始めたきっかけ

ERAFPは2005年に積立金の投資を開始したが、その準備段階で既にSRIを行うことが決まっていた。フランスでは伝統的に年金制度は世代間扶助の賦課方式で運営されるべきとの考え<sup>15</sup>があり、RAFPを積立方式に対して当初理事会の労働組合代表から強い反対があった。SRIの実施は労働組合が積立方式での制度運営を受け入れるための交換条件であったと言える。

## 3 ESGに関する投資哲学

### 3.1 ESG投資に対する基本的な考え方

ERAFPは全ての資産の投資判断において以下の5項目から成る「SRI憲章」を基準としている。この憲章は2006年3月にERAFPの理事会により採択されたものであり、ESGの要素が含まれている。

- ① 法の遵守と人権の尊重
- ② 社会的進歩（雇用やディーセント・ワーク）
- ③ 民主的な労働者との関係（組合結成の自由等）
- ④ 環境保護
- ⑤ 適切なガバナンスと透明性

### 3.2 パフォーマンスに対する考え方

上記2.1のとおり、当初SRIはパフォーマンスをあげるためではなく、あくまで労働組合の要請を受けたERAFPの方針として意識されていた。

現在は、少なくとも短期的なパフォーマンスは求めておらず、基本は20~30年の長期で見ている。SRIのパフォーマンスの良し悪しについては、現時点でそれを示すデータは蓄積されて

---

<sup>15</sup> 積立方式は懸命な労働によって得られた掛金を基金が利殖のために投資するところが「アングロサクソンの」であるとして嫌悪感を持たれている。

おらずはっきりとしたことは言えない。今後、長期的に見て良いパフォーマンスとなっていると言えることを期待している。

## 4 ESG 投資の体制・実施方法

### 4.1 ESG 投資の体制

専任は Olivier Bonnet 氏 1 名のみで、外部アセット・マネジャーとの交渉担当者 1 名が兼務している。また、上層部の 2 名がインテグレーションの実施に若干関与している。なお、ERAFP の CEO の Philippe Desfossés 氏は SRI への関心が非常に高く、SRI に関して発言する機会があれば積極的に参加している。

### 4.2 投資戦略の策定プロセス

全てのポートフォリオの全ての資産クラスにおいて「SRI 憲章」を基準としている。株式投資は ERAFP の SRI 憲章に基づいたベスト・イン・クラス方式のみを採用している。国債投資の対象国はこれまではユーロ圏内のみで、各国とも ERAFP の SRI 憲章に適合していたことから投資判断にあまり難しいプロセスは必要なかった。地方債については SRI 憲章に照らして問題ある自治体にはエンゲージメントを行うことで ESG 投資としている。

### 4.3 投資対象

全ポートフォリオの全ての資産で ESG 要因を考慮している。

### 4.4 外部機関の利用

株式投資において 4 社の外部アセット・マネジャー (BNP Paribas, Crédit Agricole, Robeco, Pictet) を利用している。ESG の評価、監査には Vigeo, oekom research の 2 社を使っている。外部機関の選定は公募によることが法律で義務付けられている。

なお、債券投資はこれまで全てインハウス運用であったが、新たに開始する社債投資は外部委託することになっており、ユーロ債を 2011 年から公募する予定だ。

### 4.5 ベンチマーク

株式投資の外部アセット・マネジャー4社には、ベンチマークとして MSCI EMU を与えている。これは、メインストリーム・タイプのインデックスであり ESG スコアは含んでいない。FTSE4Good や Vigeo の ASPI 等の ESG パフォーマンスのインデックスをベンチマークとして使用することは意味がないと考えている。それよりも、MSCI EMU と ESG レーティングを使用してモニタリングし、ERAFP の基準に合ったベスト・イン・クラスの銘柄を買うことを重視している。このプロセスは次のような独自の手法で行われている。

#### ① グローバルの ESG スコアの計算

Vigeo が個別銘柄の ESG スコアを出しており、その対象銘柄は MSCI の全部をカ

バーしている。それらを全て合計することによりグローバルの(MSCI 全体の)ESG スコアを計算する。

② 外部アセット・マネジャーの ESG スコアの計算

③ ESG スコアの比較

ERAFP はまず外部アセット・マネジャー4 社が選択した銘柄について ERAFP の SRI 憲章の観点から意見をし、更にグローバルの ESG スコアと外部アセット・マネジャーの ESG スコアとを比較して見解を述べる。また、外部アセット・マネジャー同士の ESG スコアの比較も行っている。ここでは、例えば同じパフォーマンスをあげているアセット・マネジャーが複数あった場合、ESG スコアが高い方が優れているという判断がなされる。

#### 4.6 ベスト・イン・クラス

株式投資ではベスト・イン・クラスのみを実施しているが、次のとおりその基準には柔軟性を持たせている。なお、最近始めた社債投資についても株式と同様の手法を適用することを検討している。

① (ベスト・イン・クラスによる銘柄選択)

その業種でベストであれば武器、タバコ、核を製造していても排除しない。地雷には投資していないが、これは地雷を作る会社は武器分野でベストにはならないためである。

② (SRI 憲章への適合性確認)

①のうち ERAFP の SRI 憲章 5 項目のいずれかに明らかに違反している銘柄を除外する。

③ (包括的な評価)

①、②で選定されなかった銘柄でもグローバルかつ包括的な評価を行い、さらに SRI 憲章を考慮してベスト・イン・クラスと判断できれば投資する。

④ (外部の ESG 評価機関による投資分析)

Vigeo は 3 ヶ月毎に ERAFP の過去 3 ヶ月間の投資の評価を行い、ERAFP の基準から外れている部分があれば ERAFP に指摘する。

⑤ (ERAFP、外部アセット・マネジャー及び外部 ESG 評価会社の 3 者協議)

④で問題のある投資が行われていたとの評価を受けた場合、ERAFP、Vigeo、及び外部アセット・マネジャーの 3 者で協議する。外部アセット・マネジャーと Vigeo の



意見の対立はしばしば発生し、ERAFP（最終的には理事会）は両者の審判役となる。

#### 4.7 エンゲージメント（議決権行使含む）

##### ① 株式投資

上記 4.6 のとおり、株式投資においてはベスト・イン・クラス以外の手法は採っていない。議決権行使は法規制により ERAFP 自身ではできないので、外部アセット・マネジャーに一任している。現在まで ERAFP から外部アセット・マネジャーに議決権行使について意見を言ったことはない。議決権行使は労力の割には効果が小さいと考えている。ERAFP は現状人的資源が少なく、株式投資の割合も 10% と低いというのが積極的に取り組んでいない理由だ。外部アセット・マネジャーの議決権の行使状況については年 1 回定期的に報告させている。

なお、PRI には署名済みだが、ERAFP はこれを他社との協調のためのプラットフォームとして意識している。今後共同エンゲージメントに使用することも検討している。

##### ② 債券投資

SRI 憲章が制定される前から地方自治体に投資していたが、後から評価してみると SRI 憲章にそぐわない自治体が存在した。地方自治体債は売買ができないため、エンゲージメントの手法を採用することにした。問題のある地方自治体に対して、透明性が十分でない等を理由として ERAFP が改善の打診に出向いたことがある。地方自治体は外部から評価されることに慣れておらず、何が評価を落とすのかを知らないため、機械的にスコアを付けると成績が悪くなることもある。

## 5 ESG 投資の将来の方向性

### 5.1 金融危機の影響

ESG 投資がもっと普及していて、投資家がガバナンスを注視していればこのような事態にならなかったのではないかと考えている。ESG 投資にとっては今回の金融危機は好機とまではいかないが変化とは捉えている。

### 5.2 ESG 投資の課題

ERAFP の課題として投資対象の拡大がある。そのために、SRI 憲章に適合する投資対象の解釈を広げていくこと（例えば不動産にこの憲章をどのようにすれば適合できるのかを検討すること）が必要だ。また、現状あまり取り組んでいないエンゲージメントを全般的に強化していきたい。

## 参考文献

ERAFP ホームページ (<http://www.rafp.fr/>)

ERAFP (2006) *Charter on Socially Responsible Investment*, ERAFP.

# スウェーデン国民年金第 1 AP 基金

## (Första AP-fonden : AP 1)

### 1 基金の概要

#### 1.1 組織の概要

AP1 はスウェーデンの国民年金の基金の 1 つである。スウェーデンでは 1999 年に国民年金制度が大幅に改正され、2001 年施行の国民年金基金法の中で AP 基金の活動が規定された。

スウェーデンの国民年金制度は財政方式の異なる 2 つの部分からなり、保険料率 18.5%のうち 16%に対応する部分が（現役世代の保険料を給付に充てる）賦課方式で、2.5%が（給付に必要な資金を予め全て積み立てる）積立方式で運営されている。

賦課方式部分では少子高齢化により今後予想される給付資産の一時的な不足を補うためバッファ基金の仕組みが取り入れられている。バッファ基金には AP1～4、6 の 5 つがある<sup>16</sup>。AP1～4 は、それぞれ賦課方式部分の保険料の 1/4 ずつを受け取り、給付の 1/4 ずつを支出する。投資規則は 4 基金とも全く同じであるが、投資手法は個別に構築されており、外部アセット・マネジャーの採用もそれぞれの判断で行われている。この目的は 4 つの基金間の競争を促進するとともに、巨大基金によるスウェーデン市場への行き過ぎた影響を避けることとされている。

国	スウェーデン
分類	公的年金
設立時期	2001 年
資産総額	1,814 億スウェーデンクローナ <sup>16</sup> (2009/6/30 時点) 世界第 110 位 <sup>17</sup>
運用形態	自家運用：58% 外部委託：42% (2009/6/30 時点)
資産配分	株式：55.9% 債券：37.8% オルタナティブ：5.1% 短期資産：1.2% (2009/6/30 時点)

#### 1.2 ガバナンス

スウェーデン政府からの監視を受けており、政府から運営方針などの指示を受けて、AP 基金は政府に対して年次報告書の提出を行う。運用結果は年次で政府に報告され、政府はその評価を行う<sup>19</sup>。運用結果は政府から議会にも報告される。また、外部の独立監査法人が AP 基金の監査を実施し、政府に対して報告を行っている。

16 Semi-annual report January – June 2009

17 Pensions & Investments (2009 年 9 月 7 日付)

18 AP6 は国内、北欧の中小企業向け投資を行い、産業振興も目的とした基金で AP1～4 とは性格が異なる。

19 運用結果の評価期間は過去 5 年間

## 2 ESG 投資の背景

### 2.1 ESG 投資を始めたきっかけ

AP 基金の根拠法において倫理、環境に考慮した投資を行うことが規定されたことが始まりである。

### 2.2 法的な規制

2001 年施行の国民年金基金法に規定された AP 基金の投資行動における基本的な使命は次のようなものである。

- ① 年金被保険者の利益のため、リスク水準を低く抑えることを前提に長期的なリターンを最大化すること<sup>20</sup>。
- ② 高いリターンの達成という第一の目標を犠牲にすることなく、倫理と環境を考慮すること<sup>21</sup>。

このように、法律上は ESG 投資に関して具体的なことは記されていない。よって、ESG 投資の実施方法の検討は各 AP 基金に委ねられることとなったが、最終的に AP1（他の AP 基金も同様）はスウェーデン国家が批准している国際条約（クラスター爆弾禁止条約等）を遵守する企業に投資することにした。その理由はこうである。AP 基金はスウェーデンの全労働者から保険料を受け取っているため、基金の独断で投資対象を制限することは容易ではない。例えば、AP1 がタバコを非倫理的だと見做したからといってタバコ産業の銘柄を投資対象から排除することは、多くの受益者からの反発が予想される。そこで、AP 基金ではスウェーデン国民の全員が受け入れることのできる最大公約数的な原則はないかと思案し、その結果辿り着いたのが自国の批准する国際条約であった。

## 3 ESG に関する投資哲学

### 3.1 ESG 投資に対する基本的な考え方

責任ある株主として ESG に問題のある企業を対話により内部から変えていくことが重要と考えている。よって、問題のある企業の株式をすぐに売って責任を手放すのではなく、まずは売却せずに株主総会等で発言権を行使していく方針を採っている。

### 3.2 パフォーマンスに対する考え方

経営にあたって ESG を考慮している企業は、長期的に見て株価が上昇（良いパフォーマンスを創出）するという考え方を持っている。但し、リターンとのトレードオフに直面する場合は、リターンを優先する。

---

20 The Swedish National Pension Funds Act (2000:192)(Chapter 4, section 1)

21 Government bill 1999/2000:46 The AP Funds in the Reformed Pension System, section 7.1

## 4 ESG 投資の体制・実施方法

### 4.1 ESG 投資の体制

ESG を考慮した投資の意思決定は、AP1~4 各基金の代表者から構成される倫理協議会 (Ethical Council) が中心的役割を担う。倫理協議会の実施事項は以下の通りである (倫理協議会の活動の詳細は下記「4.5 エンゲージメント」の項を参照のこと)。

- ① ポートフォリオにおけるスクリーニング、国際条約違反の検証
- ② 違反事例の分析
- ③ 企業との対話

AP1~4 で共同運営することの主な利点には、対話先企業の数が増える等の効率性向上をはじめ、国際企業に対する影響力の強化、ESG 問題において同様の目的意識を持つ海外の機関投資家にとってより魅力的なパートナーとなり得ることがある。

### 4.2 投資戦略の策定プロセス

投資先は AP1 自身では判断せずスウェーデンの外交指針にもとづいて決定する。ESG に問題のある企業に対してはまず倫理協議会 (Ethical Council) が影響力を行使して企業行動の改善を働きかけ、それでも効果がなければポートフォリオから排除する。

なお、倫理協議会は AP 基金の資産管理部門からは完全に切り離されており、倫理評議会は「推奨」としてアセット・マネジャーに意見は言うが、それを聞き入れるかどうかはアセット・マネジャー次第である。

### 4.3 外部機関の利用

国際条約に違反するような企業を特定するためのポートフォリオのスクリーニングに GES Investment Service 社を利用している。

現在のところ SRI 型の運用をする外部アセット・マネジャーは利用していない。なぜなら、SRI は過去のパフォーマンスの実績がせいぜい 5 年程しか無くパフォーマンスの良し悪しが判断し難いからだ。また、外部アセット・マネジャーを選定する際、PRI に署名しているかどうかを聞いているが、それを採用の基準にはしていない。

AP 基金のアセット・マネジャーに対する評価期間は 3 年と長く、長期投資との親和性の高い評価体系を採っている。

なお、ESG 投資の実施にあたっては今後も外部アセット・マネジャーを活用していく。内部のアセット・マネジャーは既に自分の考え方を持っておりそれを変えさせるのは困難だ。むしろ外部のアセット・マネジャーを雇ってその専門知識を頼りにしていきたい。

### 4.4 ネガティブ・スクリーニング

基本的にネガティブ・スクリーニングは行っていないが、問題のある企業との対話の結果、

改善が見られない場合は排除する。その例が、対人地雷、クラスター爆弾等の銘柄である。

#### 4.5 エンゲージメント（議決権行使含む）

##### ① エンゲージメントのワークプロセス

上記 4.1 の倫理協議会（Ethical Council）が以下の方法でエンゲージメントを行っている。

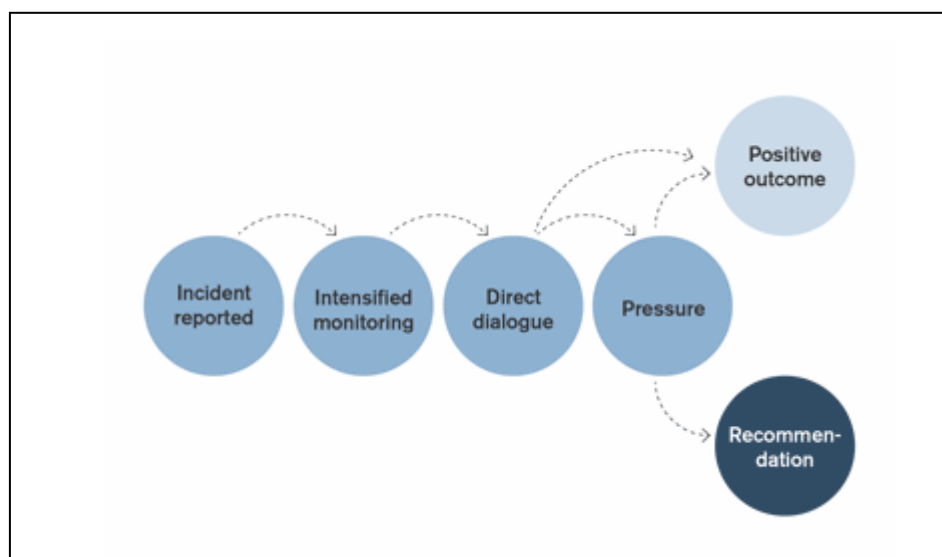
（ステップ 1）国際条約に違反するような企業を特定するためにポートフォリオの約 3,500 社を対象に、システマティック・スクリーニングを実施。ここでは GES Investment Service 社を利用し、メディアや特別なツテを通じて情報を入手する。

（ステップ 2）ステップ 1 で絞った約 100 社に対してレポートや国際条約の問題事項のチェックを実施。

（ステップ 3）ステップ 2 で絞った約十数社の問題点に関する証拠や根拠を明確にした書類を作成するほか、問題の改善や再発防止に向け、企業との建設的な対話を実施。

（ステップ 4）ブラックリストの作成と Web での企業名の公開。アセット・マネジャーには投資禁止リストとして提示。

〔図表 4-3-5〕 倫理評議会のエンゲージメントのワークプロセス



（出所） Ethical Council(2008) *Annual Report 2008*

##### ② エンゲージメントの始動から倫理協議会（Ethical Council）設置までの経緯

基金設立当初 AP1 では ESG 要因に問題のある銘柄について単純に売却するのではない方法を考える必要があった。なぜなら、AP1 の保有する株式総額の 10%は石油

関係の銘柄であり、それらを全部売却することが第一の目標であるハイリターン、ローリスクにかなうのか、という疑念があったからだ。最終的には、全部売ってしまうのはリスクが高すぎると判断し、むしろ対話により企業行動の改善を促すことを重視することにした。この点は AP1~4 とともに同じ見解であったが、アプローチが異なっており AP2~4 はスウェーデン企業との対話から始めたのに対し、AP1 はグローバルな対話から開始した。AP1 がグローバルな戦略を採ったのは、国際条約に違反している企業の大半は外国の企業であったためである。でもそうすると国内企業との対話が減ってしまうので、問題が無くても定期的に国内企業とも対話を持つようにしていた。なお、AP7 は他の AP 基金と違い、問題があればすぐに売却するという方針を持っている。

最初は皆ビギナーであり試行錯誤で対話の方針を作ってきた。それは今でもなお発展途上にある。AP1 はグローバルな戦略を採用したが、その難しさを過小評価していた。世界的な企業だとなかなか対話に応じてくれない等の困難さがあった。しかしその中で学ぶことが色々とあった。重要なのはその国の企業文化、及び各企業のコーポレート・ガバナンスを学ぶことだ。国が違えば文化も違うので対話の方法もケースバイケースとなる。例えば、日系の大手証券会社に女性差別の問題があったが、その証券会社は AP1 の外部アセット・マネジャーだったので、公式には無理でも非公式なルートで対話に持ち込むことができた。

2006~7 年にかけて AP2~4 もスウェーデン国内だけでなくグローバルな視点から ESG 問題を考えることになった。これを受け AP1~4 で協働した方が競争を続けるよりも効率的ではないか、という対話が 4 基金の間で設けられた。その結果、倫理協議会 (Ethical Council) を設置し ESG 問題について AP1~4 まで共同して活動することになった。これはとても賢い選択だったと感じている。

### ③ 対面(Face-to-Face)方式による対話の導入

かつては企業との対話を電子メールや電話で行っていたが、2008 年に企業に出向いて顔を合わせて対話する方針を決めた。この方法は非常に強力であり、自分たちのコミットメントを相手に十分見せることができる。また、はるばる訪問すると丁重に対応してもらえることが多く、事前準備もしてくれるので対話が有意義なものとなる。さらに電子メールや電話だと伝えきれないことが伝わることもある。ただ、この方法は時間を要するので AP1 が同時に対話できるのは 15 社程度が限界だ。

### ④ 対話記録の公開

倫理協議会 (Ethical Council) の年次報告書に全ての企業との対話の記録を掲載している (図表 4-3-6)。企業との対話はプライベートな内容もあるができる限り透明性を持たせて開示している。2008 年度版は 2 年目の報告書であり、対象企業名、対話の理由、目標の他に年毎の対話の進展度合いを 4 段階で表示している。企業と対話をする限り信頼感が大切なので公表の度合いはこの程度が限度だ。一方で NGO、環

境団体等からの圧力も感じており、単に対話を持っているだけでは納得してもらえないので、企業行動が改善していることをこの報告書で示している。現状この報告書に掲載されることを非常に気にする企業もあれば、全く気にしない企業もある。

〔図表 4-3-6〕 エンゲージメントの状況の開示の例

### Freeport-McMoran Copper & Gold Inc.

Domicile	Sector	Country	Area	Development
USA	Raw materials	Indonesia		 2007  2008

**Incident:** Freeport is associated with a serious negative environmental impact through its mining operations in Indonesia, contrary to the UN Convention on Biological Diversity.

**Objective:** For the company to report how its waste management at the Grasberg mine in Papua is being made compliant with international standards for emissions into the water and soil, particularly disposal of mine tailings.

**Comment:** Together with two other investors, Netherlands-based ABP and US-based New York City Pension Funds, the Ethical Council has filed a resolution to be presented to the 2009 general shareholder meeting.

### Sodexo

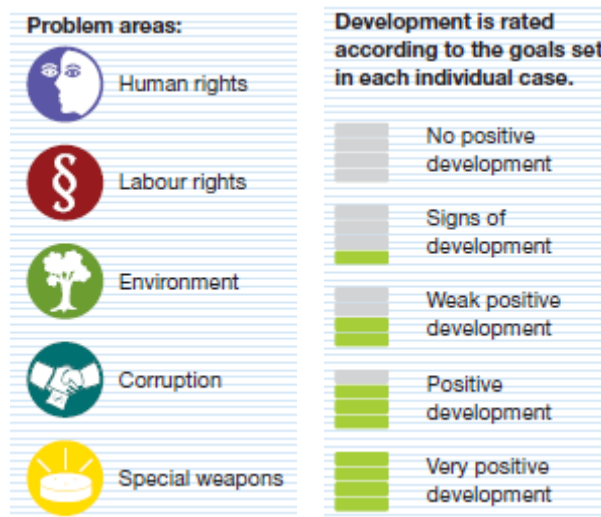
Domicile	Sector	Country	Area	Development
France	Food services and facilities management	United Kingdom		 2007  2008

**Incident:** Sodexo has been associated with inhumane conditions at an immigration removal centre in the UK, contrary to the UN Universal Declaration of Human Rights and the UN Convention relating to the Status of Refugees.

**Objective:** For the company to formulate and implement a clear human rights policy that addresses particularly sensitive issues such as deprivation of liberty.

**Comment:** An official report from 2008 confirms that significant improvements have been made at the centre. Furthermore, after intensive dialogue with the Ethical Council, Sodexo has adopted a human rights policy that will be implemented globally by the company. Sodexo has also informed about how the policy will be communicated both externally and internally.





(出所) Ethical Council(2008) *Annual Report 2008*

⑤ PRI の利用

エンゲージメントを行う上では、対話の経験や各国の地元市場に関する知識を共有するための国際的なネットワークを持つことが重要であり、その点で PRI は非常に強力なプラットフォームである。

また、PRI によって基金単独では実行できないエンゲージメントが可能になった例がある。カナダのオイルサンドの問題だ。オイルサンドは AP 基金が判断基準としている国際条約には違反しておらず、通常のワークプロセスでエンゲージメントを行うことはできなかったため、PRI のプラットフォームで行動した。

SRI 業界では 5~10 年前は問題のある企業の株を売るのが普通だった。今はむしろエンゲージメントがトレンドになっている。PRI の出現はその大きな要因であろう。

⑥ 議決権行使

AP1~4 が共同で議決権行使を実施している。だがそれに先駆けて行うミーティング等をより重視しているため、反対票を投じることはあまりない。AP 基金はスウェーデン企業とは ES よりも G でよく対話を持っている。AP 基金は大企業の年次総会の前に行われる選挙準備委員会に出席し誰がノミネートされるかについて影響力を持っている。総会前の対話がインサイダーに該当しないかという懸念については、企業はインサイダー情報については敏感で明かさないように十分注意しており、稀にインサイダーが疑われる情報を得た場合には一定期間売買しないようアセット・マネジャーに伝えるようにしているので問題はない。

議決権行使のコンサルタントの言うことを鵜呑みにすることはリスクだと感じている。以前 ISS から反対票を投じるよう勧められたが、それはスウェーデンの国内事情を十分知らずに行われていた。その株主総会では 90%の賛成票がないと案が通らないものだったが、ISS のいい加減な推奨により否決され、結果的にその企業にとって無駄なコスト増となってしまった。

また、現在 AP 基金では外国企業に対して議決権行使することの意味について評価するパイロットプロジェクトを行っており、今年は外国企業の株主総会にいくつか出席した。AP 基金は全部で約 4,500 の企業の株式を保有しており、そのうち外国企業の株式は約 300 ある。このプロジェクトでは Manifest<sup>22</sup>というコンサルティング会社を使っている。

#### 4.6 インテグレーション

現在 AP1 が実施しているエンゲージメントはインテグレーションに含まれると認識している。しかし、AP1 は投資方針決定のプロセスへのインテグレーションを目指しており、目下その方法を検討している。

## 5 ESG 投資の将来の方向性

### 5.1 金融危機の影響

短期的には ESG 投資への関心は低下するだろう。金融危機の影響で現在どの金融機関、年金基金も職員を減らしている段階であり、メインストリームの運用関係者に比べて少数の SRI 関係者からまず削減されているのではないかと。

しかし、今後 AP1 はコーポレート・ガバナンスによりフォーカスしていくつもりだ。なぜなら、今回の金融危機をもたらしたのは企業の劣悪なガバナンスにあるとも考えられるからだ。企業のガバナンスやマネジメントを見る上で ESG は有効な指標になるのではないかと。

### 5.2 ESG 投資の課題

ESG 市場の全般的なところでは、現状一般的に ESG に対して長期的な観点での評価が行われていないという問題がある。年金基金にとって ESG への取り組みは長い期間で捉えると投資であるが、短期的に見るとコストでしかない。企業については認識が変わりつつあるが ESG は R&D（調査研究）を除きコストと見なされている。例えば、気候変動問題に配慮しないことは長期的には大きなコストとなり得るが、それに早い段階で手を打ってマネジメントすることがなかなか評価されない。企業活動の多くは年次や四半期毎の短い期間を対象に報告が求められているが、これでは ESG のような長期間で成果が出るものに対する考慮がされない危険性がある。AP1 が企業評価を行う際は、評価期間は少なくとも 1 年は見るようにしている。

また、ESG 要因のうち数量化されていない部分をメインストリームの運用にどう取り込むのかは今後の課題になるだろう。

AP1 自身の課題としては、今は気候変動が大きなトピックなので、ポートフォリオ構築において感応度分析を ALM で行うことを検討している。

---

<sup>22</sup> <http://www.manifest.co.uk>

## 参考文献

AP1 ホームページ (<http://www.ap1.se/>)

UNEP Financial Initiative(2007) *Responsible Investment in Focus: How leading public pension funds are meeting the challenge*

# AMF 年金保険会社 (AMF Pension : AMF)

## 1 基金の概要

### 1.1 概要

AMF はスウェーデンの企業連合と労働者組合連合(LO)が共同で所有する生命保険会社である。主要な事業はブルーカラー労働者の協約年金 SAF-LO の運用管理である。

SAF-LO はスウェーデン経営者連盟(SAF)と労働者組合連合(LO)との間で締結された協約に基づく確定拠出年金制度であり、1996 年に発足した。加入者は 20 を超える銀行、保険会社等の中から運用(管理)機関を選択することができ、AMF はその中で最大のシェアを持つ。

国	スウェーデン
分類	生命保険会社
設立時期	1973 年
資産総額	2,800 億スウェーデンクローナ(2009/6/30 時点) 世界第 67 位 <sup>23</sup>
運用形態	インハウス 100%
資産配分	(2009/6/30 時点) 株式：31.1%(うち国内 15.1%) 債券：61.3%(うち国内 22.7%) 不動産：7.6%

### 1.2 ガバナンス

理事会は労使の代表者<sup>24</sup>がそれぞれ 5 名ずつ及び理事長の計 11 名から成る。理事会は年 4 回定期的に開催されるが、必要に応じて随時開催することもある。理事会の中には報酬、財務、保険及び監査の 4 つの委員会が設置されている。

財務委員会は理事長(委員長も兼ねる)と 4 名のメンバーで構成され、AMF の投資や財務リスク管理に関する問題とコーポレート・ガバナンスの問題への取り組みに関して検討を行っている。

監査委員会のメンバーは理事長(委員長も兼ねる)と労使からそれぞれ 1 名ずつ選出されている。委員会には社内外の監査役が関与する。監査委員会はスウェーデンのコーポレート・ガバナンス基準に従って監査を行い、その結果は理事会に直接報告している。

### 1.3 資産配分

AMF は財政状態が非常に良好であるため、自由なアロケーションが行いやすい。ただし、金融危機により今後 2~3 年は注意深くなるだろう。金融危機前は株式:60%、債券:30%、不動産:10%と株式の比率が高かったが、金融危機後に株式を約 30%に引き下げた。

資産配分を検討するための打合せは毎月小さいものと、四半期の大きいものを行っている。

株式は主にスウェーデン、欧州の大企業株、米国株、及びアジアの小さいファンドを保有している。投資対象銘柄は 200 社前後と少ない。今は米国、欧州の株式を増やしている。運用

23 Pensions & Investments (2009 年 9 月 7 日付)

24 労働者側は労働組合連合(LO)の代表者、使用者側は企業連合(the Confederation of Swedish Enterprise)の代表者

期間が長期に渡る年金受給者にとって、運用コストが安いことはとても重要で、それが将来の給付額に大きく影響してくる。株式の比率を高くしているのもローコストが理由だ。

インデックス・ファンドはコストは安い投資対象が非常に多く投資先企業の確認が困難なので保有していない。ただアジアの債券は良くわからないから、インデックス・ファンドの方が良いかもしれないと考えている。

ロー・マテリアル(raw material)は保有していない。リスク分散のために投資するという説もあるが、不動産を株式市場で買えば同じ効果が得られると考えている。

## 2 ESG 投資の背景

### 2.1 ESG 投資を始めたきっかけ

AMF の理事会と経営陣が率先して始めた。AMF の投資活動は取締役会によって採択されるガイドラインによって規制される。そのガイドラインでは、国連グローバル・コンパクト、多国籍企業のための OECD ガイドライン、オタワ条約で提示された原則等を支持し、これらの原則に違反する企業の投資を控えるべきである、としている。

## 3 ESG に関する投資哲学

### 3.1 ESG 投資に取り組む理由

AMF ブランドの長期的な魅力を高めるため。しかし顧客には様々な価値観があるので国の批准する条約に従っている。

### 3.2 パフォーマンスに対する考え方

現状では E,G はパフォーマンス良い影響があると考えている。パフォーマンスはセクターごとに ESG のどれが効果的なのかを実験的に調査している。

## 4 ESG 投資の体制・実施方法

### 4.1 ESG 投資の体制

ESG 投資専任の従業員はいない。従業員数は総勢 240 名でアナリストが 4 名、マネジャーは株式 10 名、債券 4 名、不動産 10 名となっている。オルタナティブ資産を保有しないのでローコストだ。

### 4.2 投資戦略の策定プロセス

#### ①理事会の倫理ガイドラインに基づいた投資銘柄の選定

武器（クラスター、地雷）を排除しているが、これはスウェーデンの批准している国際条約に従っている。同様に ILO、グローバル・コンパクトも考慮している。

#### ②ポートフォリオの年 2 回チェック

スウェーデン国内の投資先企業についてはマネジメントを理事会が分析しており、良いマネジメントの企業だけでインデックスを作っている。ドイツ、米国、日本、その他の国については理事会の分析困難なので、悪い企業の投資だけをチェックしている。

選択肢として株式売却かエンゲージメント（対話）の2つがあり、ファンド・マネジャーに明確にさせる。リディオ銀鉱はレッドカード（売却の判定）が出された。

#### 4.3 外部機関の利用

RiskMetrics を利用している。不動産はかつてはブローカー企業にレポートを出させていたが、現在では GS Sustain を利用しており、自前で分析はしていない。

#### 4.4 ネガティブ・スクリーニング

スウェーデンの批准している国際条約に基づく排除を行っている。某自動車会社の株式は人権問題で ILO に抵触していたため売却した。

#### 4.5 インテグレーション

ESG 情報を企業分析に取り入れるかたちのインテグレーションを試みているところだ。例えば ESG の評価が高い企業は、良好なマネジメントが行われていると見なし、ESG 格付けのランキング下位 25% を排除するようなスクリーニングの手法だ。ランキングの上位を選ぶことの良し悪しについて今のところ確信はないものの、AMF は約 200 社の株式を所有し、米国の全てのセクターに投資しているので、外部業者からこのようなランキングを購入することを検討している。

## 5 ESG 投資の将来の方向性

### 5.1 顧客への訴求としての ESG 投資

AMF の顧客は ESG 投資を良いものと考えているが、AMF は次の理由で ESG を積極的にアピールしていない。

- ① 国の批准する条約に基づいた最低限の排除は行っている
- ② ジャーナリスト達は ESG を売りにしている機関のアラ探しをする方が楽であるため、アピールすることがかえって風評リスクを高めてしまう可能性がある

しかし、意外にも AMF の 400 万人の顧客による ESG への取り組みに対する評価は高い。その理由は、顧客の最大のニーズはローコスト・ハイリターンであり、AMF はローコストを徹底していることにある。アナリストはたった 4 人しかおらず、100% インハウス運用だ。さらに、リテールネットワークについては、リテールストアは持たず電話・ウェブサイトのみで運営している。

## 5.2 金融危機の影響

ESGは金融危機により注目度が低下すると見ている。

## 5.3 ESG投資の課題

AMFはアナリストが4名と人的資源が少ないという事情もあるが、効率的にESG投資を実施する方法が必要である。EIRIS、Asset4、GMIのESG格付けプロバイダは方法論に疑問がある。役に立つとは思いますが納得はしていない。GS Sustainは唯一納得できるが、問題はカバーしている企業が少ないことだ。効果が証明されないと高いサービスは買えない。

## 参考文献

AMF ホームページ (<http://www.amf.se/>)

企業年金連合会 (2008) 『企業年金に関する基礎資料』 企業年金連合会.

# 大学退職年金制度

## (Universities Superannuation Scheme Ltd : USS)

### 1 基金の概要

#### 1.1 組織の概要

USS は英国の大学、高等教育、及びその関連機関の従業員を対象とする自動加入の職業年金制度の管理運用機関である。1975年に大学等の共同で設立され、現在は約400の機関、26万人以上のメンバーを抱える。掛金は労使で拠出し、年金資産は雇用主（大学等）からUSSに信託される。運用リスクは全て雇用主が負う。年金資産の約90%はインハウスで運用している。また、運用部門に責任投資チームを持つ。

国	英国
分類	職業年金
設立時期	1975年
資産総額	214億ポンド <sup>25</sup> (2009/3/31) 世界第74位 <sup>26</sup>
運用形態	インハウス：約90% 外部委託：約10%
資産配分	株式：70%（うち国内株32%） 債券：10% 不動産：6% オルタナティブ：9% 短期資産：5%

#### 1.2 ガバナンス

理事会は総勢12名で労使双方からの任命者で構成される。理事会メンバーは年金の専門家ではないため、外部の年金専門家から直接もしくは各種委員会<sup>27</sup>を通じて助言を受けている。監査委員会(Audit committee)は、USS内部の管理プロセス、財務、コンプライアンス等の適正さを調査し、外部監査役に報告する機能を持つ。

#### 1.3 資産配分

株式への配分が約70%と多いが、これはUSSの財政状態が磐石であることが大きい。現在、メンバーからの掛金収入が支出を遥かに上回っており、この状態が今後20年間は続くことが見込まれている。なお、この数年でオルタナティブを20%に増やし株式を60%に減らす予定である。

### 2 ESG投資の背景

#### 2.1 ESG投資を始めたきっかけ

1990年代の半ばにUSSの個人メンバーの中で約4,000人のグループ「Ethics for USS」が結成され、USSに対して倫理的な投資（ネガティブ・スクリーニング：軍事などの悪い活動を

25 Report & Accounts for the year ended 31 March 2009.

26 Pensions & Investments (2009年9月7日付)

27 USSは次の6つの委員会を設置している。①Audit committee ②Finance and policy committee ③Investment committee ④Rules committee ⑤Advisory committee ⑥Joint negotiating committee



している企業の投資対象からの排除)を求めるキャンペーンが始まった。しかし、USSはこの要求を拒否した。USSはこのような問題はインテグレーションで取り入れるべきと考えていたし、更にメンバーの一部から反対圧力があり、法的なアドバイスでも倫理のみによる投資判断は不適当とされたからだ。その後1999年にUSSの理事会においてインテグレーションとエンゲージメントの最初の方針書が採択され、ESG投資がスタートした。

## 2.2 法的な規制

USSは1990年代の後半に、ESGを考慮する際にモラルだけを見て投資決断を行ってはない、とする法的なアドバイスを受けた。2006年にもこれを更新する形で同様の法的アドバイスを得た。

# 3 ESGに関する投資哲学

## 3.1 ESG投資に取り組む理由

USSはESG要因は企業価値に影響を及ぼす可能性があり、投資判断を行う上でそれを考慮しないことはリスクが大きいと考えている。よって、ESG要因を考慮することは受託者責任であると認識している。

## 3.2 パフォーマンスに対する考え方

USSはESG問題の改善を投資先企業に促すことが長期的なリターンの向上につながると考えている。

# 4 ESG投資の体制・実施方法

## 4.1 ESG投資の体制

USSでは2000年に責任投資のチーム(当初は1名のみ)が設置された。現在チーム員は5名で、ESGそれぞれの専門家及びインハウスのファンド・マネジャーを教育するアナリストから成る。

## 4.2 投資戦略の策定プロセス

マテリアルである要因ではインテグレーション、マテリアルでない要因ではエンゲージメントの戦略を採っている。例えば、USSでは今のところカーボンコストはマテリアルであり、気候変動はマテリアルではないと認識している。

## 4.3 投資対象

株式は全5,000銘柄のうち700銘柄が外国株式。全てアクティブマネジメントである。日本株はかつて200社入れていたが、ポートフォリオ・マネジャーの変更により60~70社に減らした。

株式以外にも資産を抱えている。不動産は6~7年前から実物投資している。英国国内で70箇所、オフィスブロックからショッピングセンターまでである。不動産に係るゴミ、エネルギー、水の消費を減らそうとしているが、それをグリーン・ポートフォリオとはとらえていない。グリーン投資は英国では難しいと考えている。クリーンテック、再生可能エネルギーは2000年あたりからベンチャー・キャピタルで投資しており、主に株式ベースのファンドが2つある。

#### 4.4 外部機関の利用

ESGに関する情報はなるべく外部のデータソースを使うことにしている。ESGと議決権行使はそれぞれ別個のサービスプロバイダーを利用している。ESGの方が規模は小さく主にInnovestを使っている。

インタビュー回答者David Russell氏はUSSの調査予算の5%を管理している。かつては、Goldman SachsやCity等のブローカーとの取引でESGに関する情報が入ってきたが、今はアンバンドル化されているのでESGのリサーチは別の予算を組んでいる。現在7bpのトレーディング予算でブローカーと取引している。以前は20bpを払っており、実質13bpのESGリサーチ料を払っていたことになる。現在はそれよりも低いフィーでリサーチを購入しているので予算の節約になっている。

#### 4.5 ベンチマーク

市場の地域毎にベンチマークを設定している<sup>28</sup>。成熟市場では情報が簡単に入手できるのでアウトパフォームすることは難しい。

パフォーマンスは期間をどう置くかが非常に重要だ。期間を長く取ればマテリアル（企業価値の向上につながる）になるものもある。株は2~3年、不動産は5~10年が適切な評価期間と考えている。

また、現在USSでは実験的に株式のファンド・マネジャーの評価を過去5年間のパフォーマンス実績を見て行っている。

USSがこのように長期をターゲットとしたアプローチを採れるのは、企業年金に比べて会計上のプレッシャーが少ないという理由がある。通常企業年金は年金資産の運用成績、負債がどれくらいなのか毎年説明する必要があり短期的なパフォーマンスを気にせざるを得ない。USSは約400の機関メンバーがいるが、彼らは毎年の運用成績、負債に興味はあるものの、それ以上に事業のビジネスコストとして長期的な投資の戦略として捉えている。

また、FTSE4Good等のESGインデックスをそのまま鵜呑みにすることはなく、よりアクティブなマネジメントをしている。

#### 4.6 エンゲージメント（議決権行使含む）

株式ポートフォリオ管理のタイムフレームの外側においては、エンゲージメントを特に重視している。マテリアルでないことが、長期的な投資家であるUSSにとって重要でないと言う

---

<sup>28</sup> ベンチマークはUSSのホームページに掲載されている

ことにはならない。気候変動、人材管理をはじめどのような長期的な問題についても、USSは企業の管理方法に注目している。

エンゲージメントはターゲットを絞っており、詳細に対話を行うのは年間10~15社である。USSは商業的なファンド・マネジャーとは違うのでエンゲージメントを行う上でのマーケティング上の締めつけはそれほどない。長期リスクがあるようなことについては、ポートフォリオ・マネジャーとESG独自のアプローチでエンゲージメントを行っている。

なお、USS個人メンバーに対して2004年、2005年にアンケート調査を行い、エンゲージメントのやり方が正しかったかどうかについて質問した。その結果約90%の支持<sup>29</sup>が得られた。これは、USSのメンバーは大学の教授や経営幹部等の有識者層が多いからきちんと考えてくれたものと捉えている。

エンゲージメントは個別の投資先企業だけではなく市場全体に対して行うこともある。そこでは、政策決定者、他の投資家、規制当局をエンゲージメントに巻き込んでいる。そして市場がそのやり方にどう反応するかを見ているところだ。例えば、USSは台湾でCSRレポート・ガバナンス基準の改善、議決権行使の慣習を変えるよう促している。例えば株主総会が現状1日に集中して開催されているが、日程を分散するようになれば機関投資家が総会に出席して話を聞きより意味のある投票を行うことができる。これは日本も状況が似ており、両国の市場の規制当局と話し合っていくつもりだ。

2001年以降他の機関投資家との協力体制を進めている。その方が企業や市場に効果的に影響を与えることができると考える。オランダのAPGとフランスのFRRとは既に協力しており、全世界の市場のアセット・マネジャーとの協力体制を進めている。

議決権行使は、企業価値の向上につながることを確信した上で行いたいと考えている。議決権は投資先企業の約80%について行使している。投票の判断はISS等のコンサルティング会社の言葉通りには受けずに、USS自ら考えて決定する。ISSはビジネスモデルとしては良いが、意見がかなりアメリカ市場に偏っており、それをアメリカではない市場であまり信用したくない、できればローカルな情報が欲しい。

#### 4.7 インテグレーション

多くのリソースをインテグレーションに割いている。インテグレーションによって基金に儲けがあったと自負している。なお、ポートフォリオのスクリーニングはインテグレーションではないと考えている。

担当者を1名置いてESGの情報をポートフォリオ・マネジャーが使えるように整理、加工させている。ただこの情報はターゲットを絞っている。ESGのリサーチ・プロバイダには情報を全部が全部伝えるのではなく、マテリアルになる情報だけを渡している。この試みは進行中で、USSにおいてインテグレーションに照準が定まってきたのはここ2、3年のことだ。市場によっては受身のところもあるが、マテリアリティが上がっていくにつれポートフォリオ・

---

<sup>29</sup> 回答数はメンバー20万人中1万人とアンケート調査としてはかなりの回答率である。

マネジャーがこう言った問題に自然とエンゲージするようになると思う。ただ、投資決定は最終的にはポートフォリオ・マネジャーの責任であるから、どの要素を鑑みるのかも彼らの責任と考えている。

ファイナンシャルモデルに ESG の要素を入れている。特にカーボンコストは扱いやすい。モデルに組み込めないケースで定性的な情報をメンタルモデルとしてポートフォリオ・マネージメントに入れる。ファイナンシャルの基準では良くてもメンタルの基準は駄目ということもある。このようなインパクトを金融、投資分析に活用している。

#### 4.8 ESG 投資普及のための取り組み

上記 2.1 の USS 個人メンバーのサブグループ「Ethics for USS」が英国の年金基金全体を巻き込むかたちで活動を広げ、現在は「FairPensions」と名前を変え ESG 投資の普及に取り組んでいる。

## 5 ESG 投資の将来の方向性

### 5.1 ESG 市場の展望

ESG 市場は乱高下はあるかもしれないが拡大基調にあると思う。USS は責任投資を 10 年間やってきたが、当初はカーボンコストもなかったし、コーポレート・ガバナンスのリスクもなかった。その後市場も様変わりした、そのような中で責任投資が資産の価値に短期的・中期的に影響をあたえることについて関心が高まっている。

ESG 投資のスキームとしては、個人向けと機関投資家向けの責任投資はまったく別物で、個人向けは倫理的なスクリーニング、機関投資家はこれからはインテグレーションが高まるのではと予想している。

ESG 市場はよりグローバルにもなると思う。オーストラリアは英国型の法体系があるので進んでいくかもしれない。アメリカはインテグレーションという点で遅れているが、CalPERS 等は活動的だ。日本企業は環境については良いが、ソーシャル・ガバナンスに問題があると考えている。その他の市場にもチャンスがある。ガバナンスで経営効率を改善すると海外から資金が集まってくる。台湾は規制当局が外資の誘致に熱心である。台湾ではエンゲージメントに応じるかたちで CSR のレポーティングが始まった。南米、アフリカは市場の一部でしか行われておらず、USS は今のところ直接投資はしていない。USS がここ数年視野に入れているのはエマージング市場だ。成熟市場で儲けを出すのは難しいので、年金基金はエマージング市場に目を向けている。英国ではエマージング市場に年金資産が移りつつある。

年金基金はどこの国でも公的年金が中心だが、最近になって企業年金が活動度を高めている。BP が PRI に参加したがこれはいい傾向だと思う。

### 5.2 金融危機の影響

金融危機によりコーポレート・ガバナンスへの関心が高まったという効果があったと感じている。

### 5.3 ESG 投資の課題

USS の目標は完全なインテグレーションを達成することだ。しかし、達成までの道程は長い。ポートフォリオのスクリーニングはインテグレーションではないと考えている。また、投資の運用決定においてマテリアルなものとして使えない要因が依然として多く存在する。コーポレート・ガバナンス、カーボンコストは比較的計りやすいが、気候変動に関してはマテリアルとしてはまだまだこれからだ。

### 参考文献

USS ホームページ (<http://www.uss.co.uk/>)

# BP 企業年金

## (BP Pension Scheme : BP 企業年金)

### 1 基金の概要

#### 1.1 概要

BP 企業年金は英国 BP の企業年金である。運用資産残高はおよそ 110 億ポンドであり、成熟度は高めである。オイル業界ということもあり、ガバナンス、行動規範はしっかりとしており、石橋を叩いて渡る社風である。BP 企業年金でずっと働く者も比較的多い。BP 企業年金のファンド・マネジャーには勤続 15 年などのベテランも多く、各分野のスペシャリストがそろっている。

国	英国
分類	企業年金
資産総額	182 億ドル(2008/12) 世界第 134 位 <sup>30</sup>
運用形態	インハウス中心
資産配分	株式、債券、プライベート・ エクイティ

#### 1.2 資産配分

運用資産のうち、65%が株式<sup>31</sup>で、10%がプライベート・エクイティ、25%が債券投資である。コモディティにもエマージングにも投資していない。スポンサーは分散化を求めている。BP の業務がエマージング諸国とのつながりが深いため、エマージングへの直接投資は行っていない。コモディティもメインビジネスが近いため投資していない。森林は投資できるほどのノウハウがないので投資していない。英国の不動産、農地には投資している。これはそもそも BP には産業に使われていた土地を居住可能な土地に変えた経験があり、ファイナンス的な投資というよりビジネス的な視点からの投資である。

### 2 ESG 投資の背景

#### 2.1 ESG 投資を始めたきっかけ

1995 年に年金法が制定された。それ以来 SRI を考慮しなければならない。2000 年に改正版が出たがオリジナルは 1995 年である。

#### 2.2 法的な規制

年金法の改正により、社会、環境、倫理に関する事項についての開示が義務付けられた。このことが ESG に配慮した投資を行うことに対する追い風となった。

<sup>30</sup> Pensions & Investments (2009 年 9 月 7 日付)より

<sup>31</sup> 株式の半分が英国株である。

### 3 ESGに関する投資哲学

#### 3.1 ESG投資に取り組む理由

風評リスクに敏感であり、他がやっているということだけでやることはないが、法的な要請もあり ESG に関しては年金基金が考慮しなければいけないものと考えている。

#### 3.2 パフォーマンスに対する考え方

財務的な視点は必ず必要であり、長期的に健全で思慮深い投資をすれば財務的な結果もついてくると考えている。

### 4 ESG投資の体制・実施方法

#### 4.1 ESG投資の体制

アナリストとファンド・マネジャーを 30 名ほど抱えている。

また、RI プロジェクトチームが 2 年前から立ち上がっている。参加者は、理事会（10 名）から 3 名、CEO の Sally が率いるチームから 1 名、BP の IR チームから 1 名、CSR チームから 1 名、コーポレートマネジメントチームから 1 名、ファイナンスチームから 1 名である。

責任投資原則（PRI）に参画している。2008/5 に署名した。比較的遅い署名であったが、BP 企業年金のカルチャーは他が署名したからというだけでの署名はしない。本当に必要だと判断したからである。CDP（カーボン・ディスクロージャー・プロジェクト）にも署名している。英国年金基金の USS（Universities Superannuation Scheme）は英国における ESG のリーダー的存在であるが、BP 企業年金の場合はメインビジネスのせいで制約も大きい。

#### 4.2 外部機関の利用

外部のマネジャーは採用していない。

#### 4.3 スクリーニング

スクリーニングは行っていない。

#### 4.4 エンゲージメント（議決権行使含む）

エンゲージメントを行っている。議決権行使も行っているが、何かあればまずは書面を送るようにしている。BP は株主としてのサイズは 15～16 番目であり、一対一で話ができるほど大きな存在ではない。そのため、他の機関との協力は必要である。より効率的なエンゲージメントという観点から、議決権行使ももっと有効的に使わなければならない。BP 企業年金の議決権行使は評価の低い部分なため、担当者は改善しなければならないと考えているが、ISS では満足していない状況のようである。

#### 4.5 インテグレーション

BP 企業年金の内部では、ファンド・マネジャーに対し 2 週間に 1 回考慮すべき ESG 情報を提供する。だが最終的に投資の意思決定をするのはあくまでファンド・マネジャーの仕事である。

## 5 ESG 投資の将来の方向性

### 5.1 ESG 投資の新たな方向性

RI の分野におけるリサーチの可能性について検討しているところである。

### 5.2 金融危機の影響

BP 企業年金は、儲けよりもっと重要なものがあると気付いてくれればよいと望んでいるが、一方で、スポンサーが最近の環境の影響もあって単にリスクを回避するというところに走り、リスク許容度が下がり株式のウェイトが下がり ESG も下火になることを懸念している。

市場は多極化している。強いスポンサーのいる大きなファンドもあるが小さいファンドもたくさんあり、小さいファンドが金融危機で苦しんでいる。ESG 市場の中で社内にリソースの豊富なハーミーズのような大きなところはこれからもやっていけるだろうが、将来の ESG 市場としては特に確定給付型の年金にとっては厳しい状況かもしれない。確定拠出型の年金の分野では、自分がグローバルの一員であるという認識のある若い世代ではニーズがあるのかもしれないと考えている。

### 5.3 ESG 投資の課題

今後の課題は ESG が一般の関心をさらに得ることができるかということである。

BP 企業年金の ESG に対する取り組みの開示が少ない点も現在の問題である。今のところ我々のポリシーは年金に加盟している人にしか開示していない。非常にセンシティブな情報が多いためであるが、ステートメントポリシーだけでもウェブにアップしたほうが良いという意見もある。

## 参考文献

BP 企業年金ホームページ (<https://pensionline.bp.com/content/pl/index.html>)



# オランダ医療関係者年金 (PGGM)

## 1 基金の概要

### 1.1 組織の概要

Pensioenfonds Zorg en Welzijn（オランダ医療関係者年金、以下 PFZW と略す）の運用部門が 2008 年に独立した組織が PGGM である。PFZW は PGGM の最も大きなクライアントであり、PFZW の策定したポリシーに基づき、PGGM が管理運営を行っている。

国	オランダ
分類	公務員年金
設立時期	2008 年
資産総額	995 億ドル (2008/12) 世界第 17 位 <sup>32</sup>
運用形態	インハウス中心
資産配分	株式、債券、不動産（上場、非上場）、ヘッジファンド、プライベート・エクイティ、農地、森林

### 1.2 資産配分

株式、債券、不動産（上場、非上場）、ヘッジファンド、プライベート・エクイティ、農地、森林に投資している。

## 2 ESG 投資の背景

### 2.1 ESG 投資を始めたきっかけ

1985 年頃。受託者責任とアイデンティティの重視が原動力となり始められた。当初は人権を重視した兵器の排除が中心であった。2006 年 4 月に責任投資原則 (PRI) に署名した際にその責任投資ポリシーを見直し、2006 年 11 月に新たなポリシーの枠組みが理事会で採択された。

### 2.2 法的な規制

現在のところ法的な規制は存在しないが、近い将来に導入される可能性はある。

## 3 ESG に関する投資哲学

### 3.1 ESG 投資に取り組む理由

理由は大きく 2 つある。まず、第一に受託者責任に付加価値を与えることである。PGGM では、財政的リターンと ESG リターンは整合すると考えている。第二に、PGGM にとって RI（責任投資）とはアイデンティティである。元々福祉関連の基金であるため、人や社会への付加価値を追求する姿勢がある。

### 3.2 パフォーマンスに対する考え方

財務的リターンは ESG リターンと整合するという信念を持っている。ESG とパフォーマンス

<sup>32</sup> PFZW に関する数字。Pensions & Investments (2009 年 9 月 7 日付)より

ンスとの関係に関するアカデミックなレポートにも目を通すが、それらの裏づけを待っている余裕はない。あくまで自分達が信じる RI を貫く方針である。

## 4 ESG 投資の体制・実施方法

### 4.1 ESG 投資の体制

RI チームは 2009 年 7 月時点で 8 名である。

### 4.2 投資戦略の策定プロセス

社内の各部門において、ESG を取り込んだ投資をするということは浸透しているが、その方法については基本的には各部門にまかせていて、必ずしも RI のチームと協議する必要はない。ただし、RI チームは ESG に関わる全てをモニタリングしている。

ESG ポリシーを堅く守っており、たとえ顧客が異なる方法を望んだとしても、あくまで自分達のポリシーを貫く。

### 4.3 投資対象

株式、債券、不動産（上場、非上場）、ヘッジファンド、プライベート・エクイティ、農地、森林が投資対象である。程度の差はあるが、PGGM が取り扱っている全ての資産に ESG の考え方を取り入れている。

### 4.4 外部機関の利用

必要に応じ外部コンサルタント等を活用している。

外部マネジャーを使う際の管理はきっちりしており、例えば、1990 年代後半に PGGM がベスト・イン・クラスを取り入れたときには、同時に外部マネジャーにもベスト・イン・クラスを取り入れるよう徹底させた。

### 4.5 ベンチマーク

カスタムメイドの BM を使っている。

### 4.6 ネガティブ・スクリーニング

1985 年頃は人権重視の視点からネガティブ・スクリーニング中心であったが、現在ではエンゲージメントやインテグレーションが中心である。

### 4.7 ベスト・イン・クラス

1990 年代後半からベスト・イン・クラスを行っている。

### 4.8 エンゲージメント（議決権行使含む）

株式に関し、基本的にはアルファを狙わずベータの収益性を高めるマーケット・エンゲージ

メント<sup>33</sup>を行っている。

企業活動の中で人権の面から問題のある企業は、まずエンゲージメントの対象となる。それでも問題を解決させない企業はペトロチャイナのように排除の対象となる。現在エンゲージメントの対象企業は 30 社ほどある。

4500 社も保有しているので個々の企業に占める PGGM のウェイトは小さい。そのため、他の基金と組んでエンゲージメントを行うこともある。

米国 SSC や Asian Corporate Governance Association(ACGA)などにも働きかけている。ベータ中心の運用を行っているため、個々の企業を高めることだけでなく、市場全体を上げていく方針を掲げている。

議決権については、権利であるが義務でもあると考え、全ての議決権を行使している。基本は内部で行っているが、議決権行使が外部マネジャーに委託されることもある。その場合には、外部マネジャーは PGGM の企業統治規則を遵守するよう指示される。

#### 4.9 インテグレーション

社内の各部門において、ESG を取り込んだ投資をするということは浸透している。RI チームは ESG に関わる全てをモニタリングしている。また、RI チームは内部および外部マネジャーの ESG への取り組みの評価を行っている。

## 参考文献

PGGM ホームページ (<http://www.pggm.nl/>)

UNEP Financial Initiative(2007) *Responsible Investment in Focus: How leading public pension funds are meeting the challenge*, UNEP Financial Initiative

Eurosif(2008) *European SRI Study 2008*, Eurosif

---

<sup>33</sup> エンゲージメントにより、個々の企業価値を高めることだけでなく、市場全体の価値を高めていこうとする方法。

# オランダ公務員総合年金 (APG)

## 1 基金の概要

### 1.1 組織の概要

APGは2008年3月にABP(オランダ公務員総合年金)の資産運用のための専門組織として設立された。顧客重視で信頼のある革新的で透明性の高いパートナーを目指している。2008年12月末時点での運用資産残高はおよそ1730億ユーロである。毎月120万人の従業員から掛金を集め、70万人に給付の支払を行っている。

ABPについては、もともとは国営であったが2001年に完全民営化(民営化は1996年)され、現在は年金法(Pension Acts, 2007年1月改正)という一般法の適用を受ける私的な基金としての取り扱いである。

国	オランダ
分類	公務員年金
設立時期	2008年
資産総額	2431億ドル(2008/12) 世界第3位 <sup>34</sup>
運用形態	インハウス中心
資産配分	株式、債券、インフラ、不動産、プライベート・エクイティ、ヘッジファンド、森林、農地、音楽著作権など

### 1.2 資産配分

株式、債券、インフラ、不動産、プライベート・エクイティ、ヘッジファンド、森林、農地、音楽著作権等、幅広く投資している。

## 2 ESG投資の背景

### 2.1 ESG投資を始めたきっかけ

オランダでは、ESGという言葉は知られていなくても、誰もがカーボンのことは知っていて、適切に扱われていることを望んでいる。また、国民の認識として、年金というものは継続されていくべきであるという意識が強い。

2007年にオランダで放映されたドキュメンタリー番組の中で、年金基金がクラスター爆弾の製作に関わっている企業に投資している実態が放映された。この内容はオランダ国民に大変な衝撃を与え、それ以降、実質的に年金基金はクラスター爆弾を扱っている企業には投資できない状況になった。

### 2.2 法的な規制

現在のところ法的な規制は存在しないが、近い将来導入される可能性はある。

---

34 ABPに関する数字。Pensions & Investments (2009年9月7日付)より。

## 3 ESGに関する投資哲学

### 3.1 ESG投資に取り組む理由

まず、理事会トップがサステイナブル投資は重要だという方針を持っている。また、年金にとって社会的な付加価値を求めることは自然なことである。そのため、クラスター爆弾などに関連する銘柄には投資していない。また、そのような方針を持っていなかったとしても、そもそもオランダはクラスター爆弾排除の条約を国として結んでいるため投資はできない。

### 3.2 パフォーマンスに対する考え方

ESGはリスク調整後リターンに付加価値を与えると信じている。

## 4 ESG投資の体制・実施方法

### 4.1 ESG投資の体制

現在のAPGのサステナビリティチームのヘッドRob Lakeは2006年に加わった。チームは、サステナビリティサイド6名、ガバナンスサイド3名から構成される。2009年にサステナビリティチームに新たに3名を雇った。各々が様々なバックグラウンドを持っている。

### 4.2 投資対象

APGは資産規模が非常に大きく、投資対象も幅広い。株式、債券、インフラ、不動産、プライベート・エクイティ、ヘッジファンド、森林、農地、音楽著作権などである。また、ソーラーファンド、森林ファンド(モザンビーク)、クリーンテクノロジー、マイクロクレジット・ファンドなどにも投資している。

### 4.3 ベンチマーク

MSCIなど標準的なベンチマークを採用している。

### 4.4 ベスト・イン・クラス

ベスト・イン・クラスは行っていない。

### 4.5 エンゲージメント(議決権行使含む)

国連グローバル・コンパクトに署名しており、それに違反するような会社はエンゲージメントの対象になり、場合によっては排除する。比較的アクティブなエンゲージメントを行っている。

スーダン、ミャンマーやカカオの製造プロセスにおける労働環境など人権を重視している。理事会がどうなっているか、報酬体系がどうかといったことに注目し、財務的・非財務的な情報開示の要求も行う。

いかにガバナンスとサステイナブル投資が結びついているかの具体例として、

Freeport-McMoRan という米国企業に環境面の問題があったため、それについて株主提案を行った。その結果、株主の 40%もの賛同を得る結果となった。ノルウェーの基金などではこの企業を排除しているが、APG ではクラスター爆弾と地雷以外は排除しない。当企業への株主提案においては、当初望んだ結果が得られなかったため、ニューヨーク市やスウェーデンの AP と協力を行った。

エンゲージメントの対象先の選び方は、まず初めに国連グローバル・コンパクトに反している会社を四半期毎にレビューする。そして例えばスーダン、ミャンマーなどに関連した銘柄を洗い出す。もう 1 つ、セクターベースの対応として、例えば医薬品関係であれば、その薬をどのように開発途上で配布するのかという点から調査し、人権面から問題がないかを調査する。

会社を変えるためだけでなく、情報収集という観点からもエンゲージメントは有力であると考えている。例えば発電会社であれば、再生可能エネルギーに取り組んでいるか、カーボンにはどう対応しているのか、という点の情報を収集することによって、財務的にも有益な情報となる。ポートフォリオ・マネジャーにはエンゲージメントしている企業とその内容についての情報を提供している。議決権行使は実質的に保有する全ての株式について行っている。

#### 4.6 インテグレーション

ESG のプロセスは、ポートフォリオ構築に幅広くインテグレートしていく方針である。サステナビリティチームとポートフォリオ・マネジャーとは情報のやり取りを行う。あくまで会社として第一の目標は財務的なリターンであるが、排除リストに載っている銘柄には、マネジャーも注意を払っている。投資の最終決定権はポートフォリオ・マネジャーにあり、サステナビリティチームに決定権はない。

場合によってはポートフォリオ・マネジャーから問い合わせがくる。例えば財務的な状況が似ている 2 つの企業に対し、ESG の観点からの意見を求めてくる場合などである。2 つ企業があると仮定しよう。片方の企業は財務的な状況が良いが ESG 面が弱い、もう片方は財務的にはイマイチでも ESG 面が良い。この場合には、投資するかどうかはマネジャーの判断で決まることになる。サステナビリティチームと協力することはポートフォリオ・マネジャーにとってポジティブに捉えられているはずとのことである。マネジャーの評価は基本的には財務的なリターンで決まる。

以上は主に株式についての話であるが、ESG 情報を債券投資に活用するシステムを開発中である。また、あくまで進行中のプロセスだが、全ての投資プロセスにおいて、ハイサステナブルなプロセスを組み込むことが検討中である。各アセットクラスから、これらの動きに対する期待が大きく、一緒に作り上げていこうという雰囲気がある。

## 5 ESG 投資の将来の方向性

### 5.1 ESG 投資の新たな展望

我々が近年特に焦点を当てているテーマは人権と気候変動である。これらがどのようなリスクを内包しているのかに注目している。新しく着目しているのが水資源である。水が不足した場

合に、どういう状況が起こるのか、例えば食品セクターにどう影響を与えるのか、といったテーマについて分析している。気候変動を戦略的資産配分に組み込むことも検討中である。

インフラ投資の分野でも、ESG 情報に対する問い合わせは増えている。また、いくつかのリサーチ・プロバイダの情報も利用している。

2008 年初頭から気候変動ファクターを組み込むこんだ資産配分を検討している。株式は 30%ほどだがそのほとんどを内部運用している。ストックピッキング・ファンド、低カーボン・ファンド、クリーンエネルギー・ファンドなど検討中である。不動産に関してはマーストリヒト大学と共同でサーベイを行っている。このサーベイでは、4 つのグローバルな上場・非上場不動産の 4 つのメインセクター（リテール、オフィス、レジデンシャル、インダストリアル）に対する環境面の影響を調査している。

## 5.2 金融危機の影響

APG の規模、役割を考えるとサステナブル投資を行わないわけにはいかない。持続可能な年金を確立させるためには必要不可欠である。これは理事会トップの意思でもあるが、同時にマンドートを与えている顧客の希望でもあり、社会の要請でもある。金融危機を、十分な社会的責任が取れていなかった故の危機と捉え、今だからこそさらにやらなければならないと考えている。

## 5.3 ESG 投資の課題

ESG を組み込むことの課題はいくつかある。実際には、システム化することや財務的リターンとの関係についての研究などである。サステナビリティチームはコンセプトで考え、ポートフォリオ・マネジャーは数字で物事を考える傾向がある。その間を取り持つことが課題である。また、エマージング市場でディスクロージャーが進んでいない状況をどう開拓していくかといった課題もある。

## 参考文献

APG ホームページ (<http://www.apg.nl/>)

UNEP Financial Initiative(2007) *Responsible Investment in Focus: How leading public pension funds are meeting the challenge*, UNEP Financial Initiative

Eurosif(2008) *European SRI Study 2008*, Eurosif

# オランダ運輸産業関係者年金 (Pensioenfonds Vervoer : PV)

## 1 基金の概要

### 1.1 組織の概要

PV は運輸業年金基金、具体的には民間の陸上運輸業の年金基金である。大企業の中には、独立して年金ファンドを持っているところもあるが、最近はそのような大企業も入る傾向にある。理由としては、そもそも独自に年金を持つプロセスが複雑化されてきていることと、IFRS ルールにおいては企業が独自の年金基金を持てば負債はBSに載せなければ成らないが、業界の年金はその限りではない、ということが挙げられる。掛金を支払っているのは6000社15万人、受け取るだけの人や数年間働いた後他業種に移った人などを含めた総加盟員は60万人、受給者は3万人である。現在はまだ若い基金であり、拠出金のほうが給付より多い。負債のデュレーションは20年ほどである。

国	オランダ
分類	職域年金
資産総額	64億ユーロ(2008/2) <sup>35</sup>
運用形態	外部委託
資産配分	債券(67.5%)、株式(30%ほど)、インフラ(不動産を含む)(2%)、コモディティ(1%)

### 1.2 資産配分

債券(67.5%)、株式(約30%)、インフラ(不動産を含む)(2%)、コモディティ(1%)であり、日本のエクスポージャーが一番大きい。一定のカバレッジレシオ(=ファンディングレシオ)を課されているためリスクを多く取れず、債券を多くしなければならない状況にある。

## 2 ESG投資の背景

### 2.1 ESG投資を始めたきっかけ

クラスター爆弾の製造にかかわっている企業に投資している年金基金の状況を放映したドキュメンタリー番組の影響が大きい。

### 2.2 法的な規制

現在のところ法的な規制は存在しないが、近い将来に導入される可能性はある。

---

35 IPE Real Estate より



### 3 ESGに関する投資哲学

#### 3.1 ESG投資に取り組む理由

PVの担当者はこう言っている。「ある意味ではESGが取り上げられること自体が残念なことである。なぜならESGは当たり前の話だからである。わざわざESGを個別に取り上げること自体がおかしい気がする。」

### 4 ESG投資の体制・実施方法

#### 4.1 ESG投資の体制

管理運用やほとんどの業務を外部に委託している。インタビュー時もRIのアドバイザー会社の人間が同席した。PRIにも署名したが、基本的に全てを外部委託しているので、どのように取り組んでいくか模索中である。

#### 4.2 投資戦略の策定プロセス

まず、クラスター爆弾、地雷を扱っている企業には投資しない。その後、基準を緩め、人権や労働、環境や汚染などについてチェックする。その際、Sustainalyticsというリサーチ会社を使っている。将来的に批判を受ける可能性のある企業をリストアップする。その後、理事会で協議する。

実際には除外リストのうち40%ほどしか除外しない。リストの基準は大変厳しく、例えばミャンマーに少しでも関係した企業は全て除外リストに載る。ミャンマー政府と関係があつてそこから利益を得ている企業はもちろんダメだが、一般市民のためのテレコム関連企業などは除外しない。兵器を扱っていたが、見直した場合にはすぐにその企業を買う。これは行動を改めたことに対する報酬である。重視するのは当該企業の方針である。透明性がきっちり確保されていて、改善に向かっていると判断すれば除外はしない。年4回見直し、除外や追加を決定する。この判断は株式と債券の両方に影響する。

#### 4.3 投資対象

株式と債券を併せて30マンドートほど持っている。運用規模は小さいところは3000万ユーロ、大きいところは4億ユーロほどである。

#### 4.4 エンゲージメント（議決権行使含む）

オランダの20社に対するエンゲージメントに関わっている。将来的な理想は、世界中の年金基金が共同してエンゲージメントを行えることである。

議決権行使にはグラスルイスを使っている。全ての保有企業に対し行使していきたいというのが理事会の意向だが、行使に制約がある企業についてはまだできていない。

## 5 ESG 投資の将来の方向性

### 5.1 金融危機の影響

今回の金融危機はガバナンスの不足から起こったものだという認識を持っている。「チャンスは危機という姿を偽装してくる。」ということわざのとおり、今こそ投資すべきであると考えている。

### 5.2 ESG 投資の課題

規制側の人間が我々を短期的視野の方向に走らせるケースがある。例えばカバレッジ・レシオの目標を設定するなどである。そういうことは長期的には必ずしもプラスとは言い切れないが、短期的な対策が必要になってしまう。彼らが求めているのはリスク 0%、リターン 6%であり、非現実的であろう。

安全運転にも 2 通りあると考えている。1 つはエアバックなどの装置をたくさんつけることであり、もう 1 つは装置がなくとも安全に運転することである。今の政府は色々な装置をつけるような指示を出しているのではないかと感じた。

## 参考文献

Pensioenfonds Vervoer ホームページ (<http://www.devervoerssite.nl/>)

## 4 調査結果（年金基金以外）

# ユーロシフ

## (European Sustainable Investment Forum : Eurosif)

### 1 組織の概要

#### 1.1 概要

Eurosif はフランス・パリを本拠地とする欧州の責任投資フォーラムである。2001年に英国、ドイツ、イタリア、ベルギー、オランダ、フランスの間で開かれたフォーラムでの決定により設立された。運営費、研究費は当初欧州委員会から得ていたが、現在は投資機関、監査会社等の Eurosif のメンバー(80 以上)からの拠出金を財源としている。

### 2 ESG 投資にかかる活動

#### 2.1 欧州内の機関に対するロビー活動（主に 4 つ）

- ①大企業に対して環境投資、社会的投資等のお金のフローを透明化しよう提言している
- ②機関投資家に対しても同じく透明化しよう(義務化までの強さはないが) 提言している
- ③企業と機関投資家に対し、投資原則書 (Statement of Investment Principles) において、ESG 投資をどの程度実施するのかについて公表しよう提言している
- ④(特に外国投資家に対して)株主がどういった権利を要求できるのかといった、株主への責任について提言している

#### 2.2 調査研究

2 年ごとに欧州各国の SRI の状況に関するレポート<sup>36</sup>を公表している。不定期でセグメント、セクターごとにレポートも発表している。

#### 2.3 その他の活動

円卓会議の開催などにより、企業、省庁、政府の代表者と研究機関の代表者との間をコーディネートしている。例えば、ドイツの ESG 研究機関 oekom research とその研究のスポンサー (Eurosif のスポンサー会員でもある) を引き合わせた。

コンサルタントのコンサルタントのような役割も行っている。現在欧州内のシンクタンクやコンサルタント (約 200 社) にアンケートを実施し、今後の ESG の需要の見込みを調査している。このアンケートには今後のグッド・プラクティスの方向性をどのように決めるかについての内容も含まれている。今年の 7~9 月にアンケートを配って 11 月下旬には結果が揃う見込みだ。

---

36 European SRI Study

昨年フランスで ESG セミナーを開催し、出席者が大変多かった。フランスで行ったのは、何でもロンドンのシティに行かせずにフランスがイニシアチブをとるためである。

### 3 欧州 ESG 投資の概観

#### 3.1 欧州全体

年金基金、運用機関が ESG 市場の 95%を占めている（残りが熱心な個人）。彼らは地球温暖化やリスク・マネジメントに特に興味を持っている。倫理だけを考えて綺麗事で投資しているわけではなくリスク・マネジメントを気にしている。ただ欧州内でも国によって違いがあり、オランダ、英国、北欧の順で ESG 投資に熱心である。

また、PRI は欧州全体に大きなインパクトを与えている。PRI の署名機関にはレポート義務が課されているが、2~3 年後に PRI から報告書が出て、そこで十分やってない機関が公表、除名されるだろう（国連グローバル・コンパクトでは既に除名が行われている）。少なくとも PRI にはボトムアップ効果はあると考えている。

#### 3.2 オランダ

国営放送のゼンブラテレビがドキュメンタリー番組において、公的年金基金による社会的責任投資の必要性を訴えた。そこでは地雷問題を主に取り扱い、地雷を取り除く活動に投資（ポジティブ・スクリーニング）をするべきだと主張した。その放送をきっかけにメディアと世論が動いて、そうせざるを得ないといった状況まで年金基金が追い込まれた。一方で武装、武器を扱っている会社を投資対象から排除（ネガティブ・スクリーニング）したり、ファイナンス的にインパクトがあるという考えから CO<sub>2</sub>を多量に排出している企業に投資しない、という動きもある。

APG、PGGM は特にイノベティブな投資活動を行っている。例えば、児童労働、大企業の搾取の排除、マイクロファイナンスである。

オランダでは ESG 投資を国が政策的に無理やりやらせているわけではなく、年金基金が自発的に行っている。ただ、実態はメディアに動かされた世論に追い込まれてやっているとも言え、それまでは、オランダの年金基金は ESG 投資にさほど積極的ではなかった。

#### 3.3 英国

USS、環境局、BT、AVIVA が熱心に取り組んでいる。オランダと異なり、エンゲージメントとインテグレーションが中心だ。エンゲージメントでは、企業のマネジメントにおいて、より株主の意見を取り入れたやり方を提言している。

英国は政策としても取り組んでおり、SRI の投資原則を公表することを義務付けている。しかし、法制化はそれほど SRI の加速にはつながらず、義務化したことが形骸化してしまっている。開示内容は細かいところまで法制化されていない。単に SRI をやっています、というだけで具体的な内容を浮き上がらせることができず、本質的な部分で促進がされていない。当初は期待も多く、鳴り物入りで始まったものの全く効果がなかったため、関係者は失望して

いる。そのため、法制が絵に描いた餅にならないように、実際にどういったものに投資したのかまで開示を求めれば、活性化につながるのではないかと ESG 関係者は見ている。英国はトップダウン方式で法規制があるからやっているという部分があるが、それでもリスク・マネジメントでは必要と考えられている。

企業年金基金の ESG 投資のグッド・プラクティスをアクセフが発表したばかりであり、ここでは企業年金が ESG 投資に積極的になるように、ということが主に書かれている。それはとてもポジティブな効果をもたらした。

また、ロンドン金融の都なので CDP 等の活動で今後も ESG 投資の中心となっていくだろう。

### 3.4 フランス

公的年金基金の FRR、ERAFP が ESG 投資を行っている。法制によるトップダウン方式であるのでせざるを得ない。どちらも公的年金というところが他の国とは異なる。公的年金なので投資内容に責任(Obligation)がある。例えば、フランス国内企業が CO<sub>2</sub> 等の規制に対応した製品を製造できるような投資を行う等、ある程度義務化されている。

一方、民間も公的年金と同じように ESG 投資に興味を持ち始めている。ポジティブ・スクリーニング (ベスト・イン・クラス)、ネガティブ・スクリーニング、インテグレーションなどの手法である。

フランス国内のインテグレーションの定義は必ずしも明確ではない。システムティックではなくとも部分的に取り入れていけば含めている。例えばポジティブ・スクリーニングやネガティブ・スクリーニングである。主流は (ファイナンシャルなインパクトが大きいので) カーボン・タックスだろう。

### 3.5 スウェーデン

AP 基金は政府からのトップダウン方式で進んできた。例えば ILO、国連グローバル・コンパクトに準じて動かされている。

### 3.6 ノルウェー

5 年前に年金基金が破綻したことから、政府が投資のやり方についてより厳しい規制をすることになった。武器、リスク排除、及びエンゲージメントが中心。基金規模が大きいのでこれが市場に大きな影響を与えている。投資排除を行う際は内容を公表する。それに応じて企業が行いを正すことがある。特にエンゲージメントにおいて基金同士のコラボレーションが密に行われている (これには PRI での共同エンゲージメントも含まれる)。

### 3.7 それ以外の国

南欧、イタリア、スペインは積極的でない。ドイツも思ったより積極的でない。イタリア、スペインではつい最近ディスクロージャーが法制化され、マーケットもこれに反応することが期待されている。

## 4 ESG 投資の将来の方向性

### 4.1 金融危機の影響

良くも悪くもそれが機会となって、投資家にとってははこうしたら良いのか様子見の時期であろう。Eurosif が開催する ESG 投資、SRI をテーマとする学会等の出席者が増えている。ESG 投資の市場は金融危機によって壊滅的なダメージを受けた分野ではないので、もしかしたら中・長期的にみたら発展していくのではないかと見ている。従来の方式でやっていたら逃げ道はないのでは、と思っていた人にとっては、ESG 投資は新しいアイデアとなりえるかもしれない。City グループと JP Morgan は ESG 投資関係者の解雇を実施したが、それは会社の業績が悪かったからであり、他の機関では解雇は無かった。

ESG 投資によってサブプライム問題を避けることができたのではないかと、といった考えもあり、これが ESG 投資には長期的に良い方向に働くかもしれない。

### 4.2 現在注目している事項

エマージング、マイクロファイナンス（リスク分散が図れるが、情報も少なく金額も小さいため、現在は SRI の中に含めていない）、メディア、パブリック、世論、宗教法人（バリューが国によって異なる）等に注目している。

### 4.3 アメリカの ESG 投資に対する認識

欧州は基本的にアンチ・アメリカ、うちうちといった姿勢。ガバナンスもアメリカと違うものを考えている。英国は非常に良いガバナンスシステムがあるし、金融規制に関してもそうで、少なくともアメリカよりも欧州は厳しい規制を自発的に設けている。

アメリカはエンロンからリーマンに至り何も変わってないのでは？と思われるかもしれないが、オバマの登場により ESG 投資に関しては今後グリーン投資が進むのではないかと。投資家も今までのやり方ではいけないのではないかと、という流れができるかもしれない。

### 4.4 SRI の範囲

Eurosif は、ESG スクリーニングあれば SRI と見なし、欧州の ESG 市場調査の集計対象のデータに「テーマ・ファンド」として含めている。単に環境を考慮しているというだけでは入れていない。インテグレーションで実施しているといった場合にはブロード（広義）の SRI に含めている。基本的にブロードの SRI は簡単にできることで、コアの SRI は難しい。将来的にブロードがコアに変わっていくかもしれないので、ブロードを集計に入れている。

### 4.5 ESG とリスク・マネジメント

企業を評価する際、ESG への取り組みが無視できないくらい大きくなっている。考慮していない企業に投資することは大きなリスクとなると運用機関は感じている。ESG 要因の価値の評価は難しいが、比較的簡単などころでは温暖化がある。例えば、カーボン・タックスの支払額の定量化が可能になればより具体的に説明が出来るようになる。

企業の風評リスクのマネジメントにおいても ESG 要因は重要だ。例えば、サプライ・チェーンにおける下請けの劣悪な労働環境、児童労働等の発覚により客が逃げて行き、売り上げが落ちるリスクがある。

また、CO<sub>2</sub>をたくさん排出している企業は、カーボン・タックスの法規制が実施されたら企業価値が下がる。法制化によりダメージを受ける企業を見ておくことがリスク・マネジメントになる。

## 参考文献

Eurosif ホームページ (<http://www.eurosif.org>)

Eurosif *Public Policy Position Paper related to Sustainable and Responsible Investment("SRI")*

谷本寛治 (2003) 『SRI 社会的責任投資入門』 日本経済新聞社.



# ミストラ (Mistra)

## 1 組織の概要

### 1.1 概要

ミストラは 1994 年にスウェーデン政府によって設立された財団であり、長期的な視点で環境問題を解決するための戦略的重要性のある研究を行っている大学や研究機関に対して資金提供を行っている。

創設の目的は、スウェーデンが将来的な競争力を得るために重要である世界最高水準の強力な研究環境の発展を促すことである。資金提供する研究は、重大な環境問題の解決策を発見するために、そして社会の持続可能な発展のために重要でなければならないとしている。

2008 年には 20 の大規模な研究プログラムに資金提供を行った。研究プログラムはその成果の用途を基準に二つのグループに分けることができる。1 つは「環境問題に起因するビジネスの発展」に活かされるものであり、もう 1 つは「天然資源管理と政策策定のための知識支援」に利用されるものである。後者のグループには「サステイナブル投資」をテーマとした研究プログラムが含まれている。

ミストラの総資産額は 2008 年 12 月 31 日時点で約 27 億スウェーデンクローナ<sup>37</sup>である。当初政府より 25 億スウェーデンクローナ<sup>38</sup>が寄贈され、現在はすべての資産をサステイナブル投資や RI で管理している。

ミストラは 1 つの研究プログラムにつき 1 年当りおよそ 1,000 万スウェーデンクローナを提供する。各プログラムの期間は 6~8 年程である。全プログラムへの資金提供の合計は毎年およそ 2 億スウェーデンクローナにのぼる。

### 1.2 創設の経緯

1980 年代にスウェーデン社会民主労働党により労働者が株式を所有するための基金が設けられた。その後 1991 年に政権が保守の穏健党に渡り、穏健党がその基金を廃止する目的で 9 つの基金に分割した。その 1 つがミストラである。

### 1.3 ガバナンス

ミストラの 2008 年度の組織体制は、理事会 (11 名)、資産運用委員会 (4 名<sup>39</sup>)、および職員 (10 名) となっている。

ミストラの理事会は理事長を含めスウェーデン政府が任命する。2008 年度において理事会は科学者、大学教授、および大企業の役員等で構成されており、金融の専門家は含まれていな

---

37 Mistra Annual Review 2008 より。

38 1 スウェーデンクローナ=約 12.297 円 (Bloomberg, 2009 年 11 月 30 日時点)

39 うち 1 名はミストラの職員の最高責任者が兼任している。

い。職員の経歴も学術分野を中心に様々である<sup>40</sup>。

理事会と職員は学術的な活動に注力しているため、ミストラの資産の運用は理事会が任命した外部の金融コンサルタント、公的年金のマネジャー等から成る資産運用委員会、および8つの外部アセット・マネジャーにより行われている。

また、ミストラの活動はノーベル賞の選考を行っていることで知られるスウェーデン王立アカデミーにより絶えず監査が行われている。

## 2 ESG 投資にかかる取り組み

### 2.1 ESG 投資に対する基本的な考え方

長期的には持続可能性を基準とする投資は利益をもたらし、金融市場のより安定した発展にも貢献すると確信している。アセット・マネジャーは ESG と聞くとすぐさま投資に対する制約だと考えがちであるが、そうではなく自らの運用を強化するものだと捉えるべきではないか。ESG の G はコーポレート・ガバナンスであり、ESG を考慮することはリスクを減らすことにつながる。

ミストラの過去の研究プログラムでオランダの年金基金の職員全員にアンケートを取り、年金生活者が年金基金に期待しているものは何かという質問をした。その結果、アセット・マネジャーの多くは年金生活者は金銭的な利益のことしか考えてないと答えた。一方でアセット・マネジャー以外の職員の回答の傾向は、利益は勿論だが環境、社会、文化等も重視しているというものであった。悪いアセット・マネジャーはいずれにしてもお金を失うことになるのだから、機関投資家の受託者責任は利益の追求だけではなく、もっと幅広い観点で考慮されるべきだと考えている。

### 2.2 ミストラの資産の投資

ミストラの資産は、環境問題を防止、解決するために有用で、持続可能な発展を促進するというミストラの使命を反映した投資方針に基づき管理されている。

2003年にはそれまでのミストラの研究成果をもとに、ミストラ自身の資産の運用において、ESG 要因を基にマンドートを行った。合計6つのマンドートで、内訳は2つの欧州株のマンドート、2つのスウェーデン株のマンドート、そして2つのスウェーデン債券のマンドートであった。現在は8社の外部アセット・マネジャーを採用している。

ミストラが投資判断を行うにあたり、まず最高投資責任者の Eva Thörnelöf 氏が生物学者として環境の側面に焦点を当てた意見を述べ、それに対して外部アセット・マネジャーがファイナンスの観点から賛否を決めるというプロセスを取っている。外部アセット・マネジャーとはこの他に年次のアンケート調査や議論その他打合せにより対話を持っている。アセット・マネジャーとの生きた対話は、ミストラの要求がどのようにポートフォリオに反映されているかを監視するためだけでなく、ESG 投資を互いに学び合うためにも非常に重要である。

---

40 インタビュー回答者の Eva Thörnelöf 氏(最高投資責任者)は生物学者の経歴を持つ。

## 2.3 ESG 投資に関する研究プログラム

ミストラは ESG 投資に関する研究を 2000 年から始めた。最初の研究プロジェクトは、ESG 投資によって投資家は資産を失うことになるのかどうかという内容であり、2001 年に報告書を発表した。その結論は、利益を得ることもあれば損失を被ることもあり明確な答えは出せないというものであった。

次にミストラが考えたのが、アセット・マネジャーが ESG に関する情報をどこからどのように得ているのか、そしてその情報の質はどのようなものなのかということについて調査することだった。この報告書は 2001 年に公表<sup>41</sup>され、そこでは SRI 投資の概念の整理や、当時の SRI 投資のベストプラクティスが述べられている。

その後、上記 2.1 の 2003 年に出したマンドートのプロセスと同時に SRI 調査機関の品質評価をする研究プログラムを行った<sup>42</sup>。

現在進行中の研究プログラムにはオランダのマーストリヒト大学等と提携して進めている「サステイナブル投資」がある。機関投資家は投資判断を通じて企業行動に対してより良い持続可能性に向けた影響を与えることができる。しかしながら、現状 ESG を考慮した長期投資戦略が広く受け入れられるには多くの障害があり、当プログラムではその克服に挑んでいる。研究成果は機関投資家、アセット・マネジャー、アナリスト、その他金融市場のプレーヤーに使用されることを想定している。資金提供期間は 2006 年～2012 年、金額は 1 億 300 万スウェーデンクローナである。

また、研究プログラムの他に実践と理論を統合したワークショップを開催している。テーマは不動産、債券、エマージング市場等である。参加者は研究者だけでなく、アセット・マネジャーや他の金融市場の関係者もいる。

## 2.4 ミストラと公的年金（第 7AP 基金）との連携

今般、ミストラと第 7AP 基金が共同でプライベート・エクイティ、クリーンテック、ファンドオブファンズの調達をすることになった。両者は学術的な研究成果の産業適用を後押しする、いわゆる産学連携のような試みを行っている。これは図表 4-4-1 のとおり 3 つの段階に分けられる。

- ① 第 1 段階 : Mistra の資金提供により学術的な研究を行う。
- ② 第 2 段階 : ①のうちビジネスの芽があると判断されるものに対して、第 7AP 基金がプライベート・エクイティにより投資を行う。
- ③ 第 3 段階 : ②の収益力が高まった後、他の年金基金等から投資を募る。

---

41 Mistra(2001) Screening of Screening Companies

42 SustainAbility (2004) Values for Money

〔図表 4-4-1〕 Mistra と AP7 の連携

Phase	①Academic (Environment)	②Incubate	③Financial
Sponsor/ Investor	Mistra	AP7 (Private Equity)	Pension Fund

(出所) インタビュー回答者の Eva Thörnelöf 氏(最高投資責任者)

両者の間ではそれぞれの専門性を活かし、ミストラは第 7AP 基金に学術的なアドバイスをし、第 7AP 基金はミストラに投資の専門家としてのアドバイスを行うことでギブアンドテイクの関係が成り立っている。第 7AP 基金にとってミストラは競争相手ではないため協力が得られやすい。

## 参考文献

Mistra ホームページ (<http://www.fondsdereserve.fr>)

Mistra (2009) *Annual Review 2008*, Mistra.

Sustainable Investment Research Platform ホームページ (<http://www.sirp.se>)

# FTSE

## 1 組織の概要

### 1.1 概要

RI の分野でも革新的なインデックスベンダーである。RI を考慮したセクター分類などインデックスのクラシフィケーションが特徴的である。

### 1.2 メインビジネス

FTSE のビジネスは主に 2 つに分けられる。1 つ目はデータを売ることであり、Bloomberg や Reuters を通し市場の情報や浮動株情報などを提供する。2 つ目はインデックス利用のライセンスフィーである。この 10 年くらい続けてきたモデルだが、金融危機で頭打ちの状況にある。1 つ目のデータを売る業務を中心にビジネスを行っていく。

## 2 ESG に関する FTSE の指数について

### 2.1 FTSE 指数の特徴

元々は ET50 が 1999 年にスタートした。GICS はよく使われているが、GICS では FTSE と違いローカーボンなどのイメージをつかむことができない。FTSE のインデックスは 6 セクター、24 サブセクターから成り、会社がビジネスモデルを変化させるのを捉えることに注力している。従来のクラシフィケーションを離れ、水不足、人口問題などの新しい考え方を取り入れている。従来のクラシフィケーションとこの新しいクラシフィケーションはしばらく共存する予定である。

### 2.2 FTSE 4 Good Index

FTSE 4 Good Index は 2001 年にできたものである。アメリカでは受けがよくなかったが欧州では売れた。日本でも参加意欲が高い指数である。FTSE 4 Good Index は 100 億ユーロ以上、ここ 2 年で倍増した。ライセンスが 35 件から 70 件になった。2、3 年前に同指数からトヨタ自動車は抜けたが、我々との対話を進め復活した。ホンダも同じ頃除外されたが、対話もできていないし戻ってもいない。日本の企業で除外された銘柄は他にもある。戻ろうと努力した企業は他にもある。日本は環境面は元々強いが、社会面が弱い。

### 2.3 その他の指数

環境オポチュニティジャパン Index もあり、80~90 社が入っている。アセットマネジメント会社が使うのかもしれないが、年金基金が使うことはあまり想像できないとのことであった。

### 3 ESG 投資の将来の方向性

#### 3.1 ESG の将来

2009 年 12 月にコペンハーゲンサミットがあるので、環境についての意識が高まるだろう。アメリカにとって環境は1つのキーである。アメリカでは元々リテール SRI がメインであった。最近では、ポジティブ・スクリーニングが一般的になってきている。人口が増え、水が減るとい時代に対し、環境というものが収益チャンスになるという見方が強い。

#### 参考文献

FTSE ホームページ (<http://www.ftse.com/>)

# ハーミーズ・エクイティ・オーナーシップ・サービスズ (Hermes Equity Ownership Services Limited : HEOS)

## 1 組織の概要

### 1.1 概要

元々は、BTPS (BT Pension Scheme) <sup>43</sup>の運用部門が独立したのがハーミーズである。ハーミーズ全体で運用資産総額は 398 億ドル<sup>44</sup>である。今回の訪問では Equity Ownership チームのメンバーにインタビューを行った。彼らはファンド・マネジャーではなくアドバイザーであり、主に ESG 問題についてのアドバイスを行っている。クライアントは 10~11 社、カナダ、オーストラリア、スカンジナビアに抱えている。スタッフは 25 名、地域ごとにグローバルな展開を行っている。各地域のベストプラクティスを吸い上げられる組織になっている。ESG だけで 25 人は大きい。メジャーなクライアントが入るたびに拡大している<sup>45</sup>。

## 2 ESG に関する体制・実施方法

### 2.1 投資戦略の策定プロセス

インテグレートされたアプローチをとっていて、長期的な持続可能性を財務的なアプローチに付加し、クライアントの資産価値を高めるのが目的である。クライアントは全て年金基金なので長期的視野が必要となる。日本やドイツやカナダの基金と対話しているが、1年で結果を出すのは難しく、長期的に考えている。

### 2.2 ISS との関係について

ISS と異なるのは、ハーミーズは株主であることである。つまり目的が違う。ISS は企業への提案力は弱いだらう。また、ISS はアジアには弱いだらうが、ハーミーズにはアジアにコネクションがある。ハーミーズは活動範囲が広く、企業に対し ESG 問題のアドバイスを提供し、議決権シーズンに限らず四半期毎に企業の CEO たちと会話している。

### 2.3 外部データの利用

議決権行使には、グラスルイスと ISS のデータを利用している。それらはあくまで情報の 1 つであり、ハーミーズは企業のレポートを読んだり年次総会に参加したりしている。ISS のような 1 つの型にはめこんで評価する方法では企業を的確に評価はできないと考えている。

---

43 BT Group の資産総額は 428 億ドル(2009/3)であり世界第 54 位 (Pensions & Investments 2009 年 9 月 7 日付) より

44 Pensions & Investments (2009 年 11 月 24 日付)より

45 最近、アジア株に投資している大きなクライアントが入ったのでアジアチームを立ち上げた。

## 2.4 クライアントへのアドバイスについて

内部ファンド・マネジャーにも外部クライアントにも同じアドバイスをしている。年金基金との利害は概ね整合しているので、考え方が相反することはない。クライアントには四半期毎に報告する。外部のクライアントが増えてきており、ESG に対する興味が高まってきているということだと感じている。

## 2.5 エマージング

エマージング市場の投資にも注力している。エマージング市場だと炭素の排出などでも情報を開示していないのでネガティブ・スクリーニングは難しい。

## 2.6 エンゲージメント（議決権行使含む）

1990年代、BTPS(BT Pension Scheme)はパッシブが多く、ほとんどの企業に1%程度投資していた。インデックス投資なので、選ばないほうが良いと思われる銘柄にも投資していた。そこにエンゲージメントが生まれた。どうせ投資するのであれば、他の企業とも連携し、エンゲージメントを行ったほうがよいと考えた。これによりコストも増大したが、エンゲージメントの動きが広がるにつれて、市場全体の収益が上がる果実を得ることができたと考えている。パッシブ運用の方は、今では量産効果で利益を上げるほど大きくもないため全て外部に委託している。

現在、ハイレベルなエンゲージメントで400社。この400社とは頻繁に会って情報交換、エンゲージメントを行っている。地理的には欧州が多い。アメリカ、カナダも多い。400社の選択の仕方は、複数のスクリーニング方法を採用している。キャッシュフローなどの財務的スクリーニングや、環境面からのスクリーニングなどを組み合わせている。社会的スクリーニングとして、国際条約に違反していないか、アルコールやタバコに関するものなど、当社のアナリストもチェックしているが、リサーチ・プロバイダも使っている。

北京オリンピック前に起こった児童労働問題について、中国に行き対話を行った。結果は良い方に向かった。その後も定期的に情報交換を行っている。

## 2.7 インテグレーション

企業に書簡を送ったりミーティングを行ったりした結果は、内部には毎週流す。ヒストリカルデータにはクライアントも内部ファンド・マネジャーもアクセスできる。

インテグレーションには定型があるわけではなく、チームによって異なる。チームによって見るポイントが違う。ESGのGはエマージング市場にとっては説明責任だというのが、我々なぜこの株を買うのかというところの説明責任を果たさなければいけない。環境問題は定量化しやすい。社会的問題に対しては困難。企業が排出にお金をかけなければいけないような環境が増えてきている。投資家もポリューター企業（汚染を起因するような企業）に対し投資していたらリターンが悪くなるという認識を持つことが大切である。



### 3 ESG 投資の将来の方向性

#### 3.1 日本の ESG に関する状況について

英国には長い歴史があるが、日本はやっと年金基金がこれからのことを考え始めるというところだと考えている。日本の問題としては、アカウンタビリティ、取締役会の体質、キャピタルマネジメント<sup>46</sup>の問題が挙げられる。

ただし、日本とは建設的な意見交換ができればそんなに状況は悪くないと思っており、エマージング株の少数株主が多い点や中国の環境面のほうが課題は多い。

#### 参考文献

ハーミーズホームページ (<http://www.hermes.co.uk/>)

---

<sup>46</sup> バランスシートにキャッシュを残しすぎており、株主に対してのリターンという意味で問題がある。

# アクサ・インベストメント・マネージャーズ

## (AXA Investment Managers : AXA IM)

### 1 組織の概要

#### 1.1 概要

AXA IM は AXA グループの全額出資会社である。機関投資家、ディストリビューター、21 カ国にあるアクサ・グループ保険会社の拠点にサービスを提供している資産運用会社である<sup>47</sup>。AXA 自体は ESG の分野に早い段階から取り組んでいる<sup>48</sup>。

#### 1.2 RI チーム

英国の AXA IM の RI チームは 9 名から成る<sup>49</sup>。ファンド・マネジャーと協力しているが、資金を運用しているわけではなく、内部コンサル的な役割である。不動産も手がけており、また商品デザインなど ESG をどのように売り込むかという分野も対象である。

### 2 ESG に関する体制・実施方法

#### 2.1 ESG に対する考え方

AXA IM では、RI をメインストリーム化させるために、以下の 2 つの戦略をかかげている。

- 投資の意思決定プロセスに財務以外の分析をインテグレートする。
- 行動的株式所有者（active ownership）として企業に対しエンゲージメントを行う。

これらの行動を通じ、RI の考え方が AXA IM のコアプロセスの一部となり、さらに質の良い革新的な RI 商品が生み出されるという良い循環が起これると考えている。（図表 4-4-2）

---

47 日本では、アクサ・ローゼンバーグ証券投信投資顧問株式会社。

48 ホームページによると、1997 年以来、弊社は RI における中心的役割を果たしてきており、多くのグローバルな戦略に参加している、とのこと。

49 2009 年 12 月時点では、Global Head of Responsible Investment に Melissa McDonald 氏、Senior Adviser に Dr. Raj Thamotheram 氏。

〔図表 4-4-2〕 RIに取り組むことで生まれる好循環



(出所) AXA Investment Managers ホームページ

## 2.2 インテグレーション

AXA では、投資プロセスにおいて ESG のプロセスを分析に導入するインテグレーションを実施している。例えば、不動産チームで不動産を分析していたプロセスにサステナビリティという考え方を導入する等である。

また、AXA では RI チームがファンド・マネジャーの教育を行っている。ポートフォリオの構築において、財務的データからは得られないリスクを把握したりすることが AXA ではメインストリーム化されてきている。ESG 情報を組み込むことは、結果、リスクを抑えつつパフォーマンスを向上させることになるだろうと考えている。

彼らの究極の目標は、ESG 基準を、純粹で革新的な RI 商品のみでなく、自社内部の各専門領域に組み込んで行くことである。

## 参考文献

AXA Investment Managers ホームページ (<http://www.axa-im.co.uk/>)

# Sparinvest

## 1 組織の概要

### 1.1 概要

Sparinvest は本社がルクセンブルクにある資産運用会社<sup>50</sup>である。元々はデンマークの貯蓄銀行 (savings bank) によって 1968 年に設立された。現在運用している資産は 120 億ユーロである。オランダはデンマークと同じくらいの大きさであるが、IMF によると GDP per capita は世界 8 位であり比較的裕福である。東京よりは大きいがおぼ人口は変わらない。植民地時代の名残で領土が残っている。そのおかげで投資の歴史は長い。オランダには 5 つの銀行があるが、現在はそのうち 4 つが実質国有化の状況にある。年金基金も今はパッシブを中心に考えている。

## 2 運用方針について

### 2.1 運用哲学

Sparinvest の哲学は慎重であること。リターンの前にリスクを見る。リーマン、サブプライム、マードフの影響は一切なかった。Sparinvest は共同組合であるため、個別には CPPI を導入している機関や、複雑なことに取り組んでいる機関の集まりであるが、Sparinvest では主に一般的な投資手法を扱っている。投資のホライズンは 5~7 年を念頭に入れている (平均保有期間は 4 年)。

4 つの戦略を柱として掲げている。Strategic Asset Allocation Strategy、Value Equity Strategy、Value Bonds Strategy、Fixed Income Strategy の 4 つである。

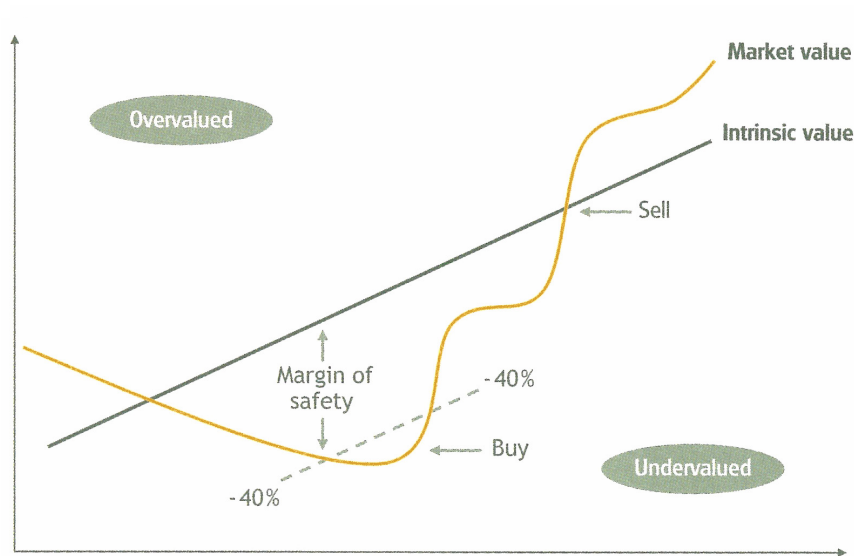
特に Value Equity Strategy においては、先進国の株式に対しイントリンシックバリュを計算し、株価がイントリンシックバリュより 40%以上低い銘柄は買うというバリュ戦略を行っている (図 1-1)。イントリンシックバリュの値は、PB、PE、EV/EBITDA、NDE などの定量的データから得られるスクリーニングと、毎週 5、6 社を取り上げて行う定性的リサーチの結果を踏まえて算出している。その会社を買って 7 年保有できるかどうかを 1 つの基準と考えている。

Value Equity Strategy のトラックレコードは好調であり、例えば Sparinvest Value Aktier ファンドはベンチマークである MSCI World を 1998 年の設定来 12%以上アウトパフォームしている。Sparinvest のバリュ株式戦略においては、現在は日本株のエクスポージャーが最も大きく、日本株のウェイトは 30%ほどである。バリュチームは 6 名で構成され、うち 2 名は日本語を話すことができる。

---

<sup>50</sup> 今回ヒアリングを行ったのはオランダの Sparinvest。

〔図表 4-4-3〕 Sparinvest のバリュー株式戦略



(出所) Sparinvest ホームページより

### 3 ESGに関する投資哲学

#### 3.1 ESG投資に取り組む理由

オランダでは数年前にあるドキュメンタリー番組があり、そこで放映されたのは年金基金がクラスター爆弾の製作に関わっている企業に投資しているという事実であった。この番組は非常にショッキングに捉えられ、以来クラスター爆弾を扱っていない企業に投資することが第一の要件となった。だが、否定的な見方をすれば、クラスター爆弾さえやっていなければ（実際には2~3社しか外していなくても）責任投資を行っていると言うところもある。金融危機の後、米国のオルブライトを中心に、何をもちて責任投資といえるのかが協議されたが結論は出していない。

ESGのメインドライバーは、プレスと一般市民の意見とリテール銀行である。最近INGが合併して大きくなったが、SRIを1つの売りに考えている。労働組合もプレッシャーをかけてくるが、オランダの労働組合はそんなに大きくないため、他の欧州諸国に比べてプレッシャーが大きいというわけではない。

### 4 ESG投資の体制・実施方法

#### 4.1 投資戦略の策定プロセス

Sparinvestの銘柄選定プロセスは、まず財務面の調査から入り、最後に倫理面を確認する流れである。倫理面のスクリーニングについては、Ethix SRI Advisors<sup>51</sup>という会社のスクリー

51 Ethix社は規範スクリーニング（norm-based screening）の先駆者であり、設立は1999年、従業員は15人であり、クライアントの資産は2000億ユーロを超える。

ニングデータを利用している。スクリーニングのユニバースは MSCI World である。Sparinvest は 2005 年から彼らのデータを利用している。仮に自分達と意見が異なるスクリーニング結果だとしても、機械的に Ethix の結果を使っている。Ethix 社のスクリーニングは主に、規範スクリーニングとセクター・スクリーニングに分けられる。規範スクリーニングでは、人権、環境、労働などの観点からスクリーニングを行い、セクター・スクリーニングには、アルコール、ギャンブル、タバコ、ポルノ、武器などのセクターを対象に制約を設けている。

#### 4.2 議決権行使

デンマークでは議決権行使は行わないのが普通である。アクティビスト的なものは好まれない。今後議決権行使をどうするかは Sparinvest の課題と捉えている。

## 5 ESG 投資の将来の方向性

### 5.1 ESG 投資の将来

Sparinvest としては、現状 ESG のスクリーニングは株式においてのみであるが、将来的には社債にも導入することを考えている。

### 5.2 金融危機の影響

今回の金融危機の原因は何かという犯人探しに近い状況が起こっており、これは時間の無駄であると考えている。しかし、各人が意識して倫理面を重視する動きが出始めている。しかし、現状では財政的余裕のない機関がほとんどである。Sparinvest の担当者は、顧客からよく「御社は素晴らしいレコードがあり透明性も高いが、投資するお金がない。」と言われる。Sparinvest では、今回の危機によって世の中が ESG に向かう良いきっかけとなれば良いと考えている。

### 5.3 ESG 投資の課題

オランダ政府の持続可能社会に関する動きはスローであり、短期的な政策に偏っている印象がある。民間、特に金融機関から働きかけなければならない。TBLI (Triple Bottom Line Investing) のカンファレンス (2009 年 11 月にはオランダで開催) などで話はあがるが、まだ十分とは言えないだろう。

## 参考文献

Sparinvest ホームページ (<http://www.sparinvest.lu/>)

Ethix ホームページ (<http://www.ethix.se/>)



## 5 調査結果（年金基金 [北米]）



# カリフォルニア州職員退職年金基金

## (California Public Employees' Retirement System : CalPERS)

### 1 基金の概要

#### 1.3 組織の概要

CalPERS はカリフォルニア州公務員向けの公的年金基金であり、全米最大の公的年金としても有名である。プラン対象者は、州職員、学校職員、立法府議員、裁判官、消防団員、嘱託州兵などである。

2009年7月末時点の運用資産残高は約18兆円(1,904億米ドル @94.7円/ドル)、加入者約49万人、受益者110万人超、所属団体数約2,600である。資金力や先進的かつ積極的な運用姿勢から全世界からの注目度も高く、資産運用業界内での存在感も大きい。「もの言う株主」の代表格として、コーポレート・ガバナンス活動に熱心であるほか、環境に対しても多様な投資戦略を展開している。

国	アメリカ カリフォルニア州
分類	公的年金
設立時期	1932年
資産総額	1,974億米ドル(2009/11/6) <sup>52</sup> 全米第1位 <sup>53</sup>
運用形態	内部運用割合 62% (2007/9)
資産配分	グローバル株式 51.8% グローバル債券 24.3% 株式オルタナティブ 10.8% 不動産 9.4% インフレ連動債 2.4% (2009/7/31)

#### 1.2 ガバナンス

13名の理事から成る理事会方式を採っている。13名の内訳は、内部選出者6名、州知事による任命者3名、州行政機関の現職者4名である。理事会の下の意思決定委員会として、投資委員会、財務委員会、給付・プログラム管理委員会、医療給付委員会、業績・報酬委員会が置かれている。

業務執行に関しては、執行役員11名のもと、社員数約2,300名（うち運用部門は250名超）の体制が敷かれている。

## 2 ESG投資に関する取り組み

### 2.1 ESG投資を始めたきっかけ

1980年代より、パッシブ運用の一環として、投資先企業のコーポレート・ガバナンス活動（G）への関与を開始した。環境（E）については、カリフォルニア州政府からの要請に応じ

52 カルパース・ホームページ(2009年11月16付)より

53 Pensions & Investments (2008年12月22日付)より

て 2004 年 4 月から投資行動を開始した。

## 2.2 法的な規制

環境面では、カリフォルニア州財務長官が 2004 年 2 月に環境投資戦略（Green Wave Initiative）を提唱し、CalPERS と CalSTRS に対して環境投資の実施を要請した。

具体的には、①プライベート・エクイティによるクリーン・エネルギー関連企業への投資、②株式資産の一部を環境スクリーニング・ファンドに配分、③環境に関する企業の情報開示の推進、④不動産ポートフォリオにおける省エネ推進 を実施項目として挙げている。

社会面では、2007 年 1 月に施行されたカリフォルニア州法においてスーダン関連企業に対する投資制限が定められている。同法は州の年金基金に対して、スーダンで活発な事業活動を展開している企業への投資禁止や、スーダン関連企業への全ての投資についての州議会への報告義務を課している。

## 2.3 ESG 投資に関する基本的な考え方

株主行動により企業の経済的な価値にも影響を与えることが可能なため、株主は責任を持つべきだとの信念を持っている。

パフォーマンスの観点からは、ESG 要因はパフォーマンスにも影響を与えると考えている。

## 2.4 実施している ESG 投資手法

CalPERS では、大別して 5 種の ESG 投資を実行している。

- ① エンゲージメント（議決権行使を含む）
- ② コーポレート・ガバナンス・ファンド
- ③ 環境テーマ・ファンド
- ④ インテグレーション
- ⑤ ネガティブ・スクリーニング ※各項目に関する詳細は後述。

上記に加え、PRI への署名、CDP（カーボン・ディスクロージャー・プロジェクト）、INCR（気候リスク投資家ネットワーク）、EITI（採取産業透明性イニシアチブ）、ICGN（国際コーポレート・ガバナンス・ネットワーク）といった ESG 投資に関連する各団体にも参加し、中心的役割を担っている。

## 2.5 ネガティブ・スクリーニング

前述の通り、カリフォルニア州法では 2007 年 1 月よりスーダン関連企業への投資制限を定めているが、CalPERS は、同法施行以前の 2006 年 5 月に「スーダンの政府がひどい人権抑圧をもたらした大量殺戮を止めるまで、将来にわたり（選択された）9 つの企業に投資しない」として、ダイベスト対象企業の名前を公表している。特定された 9 企業とは、Bharat Heavy Electrical Ltd.、China Petroleum and Chemical Corp.、Nam Fatt Co.、Oil & Natural Gas Co.、PECD Bhd.、PetroChina Co.、Sudan Telecom Co.、Tatneft OAO、Videocon Industries Ltd. である。

このような投資排除に加え、CalPERS では他の公的年金と連携して、スーダン関連企業に対して投資を行っている機関投資家に対しても、その行動を見直すよう働きかけを行っている。

## 2.6 テーマ・ファンド

### ■コーポレート・ガバナンス・ファンド

CalPERS では 1999 年より「コーポレート・ガバナンス・インベストメント・プログラム (CGIP)」を進めている。CGIP は、外部アセット・マネジャーに運用を委託する「コーポレート・ガバナンス・ファンド」、外部パートナーの協力を得て自家運用を行う「コ・インベストメント (Co-Investment) プログラム」の二つの取り組みで構成される。実行にあたっては専属組織のコーポレート・ガバナンス・チームが担当する。

2009 年 6 月末現在、CGIP では 22 の外部アセット・マネジャーおよび投資パートナーを利用し、37 億米ドルの投資を行っている。1999 年の投資開始以降 2008 年 6 月までの投資結果は、対ベンチマークで 500bps のアウトパフォーマンスであった。

2007 年 2 月には、投資対象をエマージング市場まで拡張することが理事会で承認され、2008 年 5 月には初の「韓国コーポレート・ガバナンス・ファンド」が開始した。

### ■環境テーマ・ファンド

#### ①環境テクノロジー・ファンド

代替エネルギー技術、水や大気の浄化技術、クリーン・マテリアルに投資するファンド。2009 年 6 月現在、NGEN、Craton Equity Partners、Carlyle/Riverstone、DFJ Element、RockPort Capital Partners、VantagePoint Venture Partners、EnerTech Capital の 7 つの外部運用パートナーに 2 億米ドル (2007 年以降の通算で 6 億米ドル) の運用を委託している。

#### ②環境不動産投資

環境性能 (エネルギー効率、節水技術、リサイクル等) に優れたビルなど、環境に配慮した不動産に投資するファンド。投資不動産を通じた環境負荷低減だけでなく、優れた投資リターンも狙う。CalPERS 理事会では、今後 5 年間で投資ポートフォリオにおける省エネ 20% を目指すとしている。

### ■森林への直接投資

## 2.7 エンゲージメント (議決権行使含む)

「もの言う株主」の代表格として、企業との直接対話を通じて問題企業のガバナンス改善に働きかけるエンゲージメント活動にも積極的である。2007-08 年度は、32 の株主提案を行ない、そのうち 25 企業との継続的な直接対話により、対象企業のガバナンス改善に成功したと発表している。また、CalPERS は毎年、米国株式および外国株式ポートフォリオの構成企業の中から財務パフォーマンスおよびガバナンスが悪い企業を特定し、フォーカスリストとしてその企業名を公表している。2009 年のフォーカスリスト対象企業は 4 社、Eli Lilly、Hill-Rom

Holdings、Hospitality Properties Trust、IMS Health, Inc の名を挙げている。2008年のフォーカスリスト対象企業は5社、2007年度は11社であった。

## 2.8 インテグレーション

4つの外部アセット・マネジャーのポートフォリオにおいて、投資判断過程で ESG を考慮している。具体的には、ユニバース作成段階で環境ファクターを考慮、銘柄選択において環境リサーチを導入、ESG ファクターの採用などを行っている。

## 参考文献

CalPERS ホームページ (<http://www.calpers.ca.gov/>)

# カリフォルニア州教職員退職年金基金

## (California State Teachers' Retirement System : CalSTRS)

### 1 基金の概要

#### 1.1 組織の概要

カリフォルニア州の教職員のための公的年金基金。

資産規模は CalPERS に次いで全米第二位、教職員向けとしては全米第一位。2009 年 9 月末の運用資産残高は 11.7 兆円 (1,303 億米ドル @89.76 円/ドル) である。2008 年 6 月末時点の加入者数は約 60 万人、受益者数は約 22 万人である。

業務執行は、執行役員 7 名のもと、社員約 870 名 (2008 年 7 月 1 日時点) の体制を敷いている。

コーポレート・ガバナンス活動に関しては、CalPERS とともにリーダー的存在である一方、株式投資における ESG の考慮についてはやや慎重な姿勢を採っている。

国	アメリカ カリフォルニア州
分類	公的年金
設立時期	1913 年
資産総額	1,303 億米ドル(2009/9/30) <sup>54</sup> 米国第 2 位 <sup>55</sup>
資産配分	グローバル株式 55.8% グローバル債券 21.0% プライベート・エクイティ 11.9% 不動産 9.8% キャッシュ 1.4% (2009/6/30)

#### 1.2 ガバナンス

12 名の理事による理事会方式を採っている。理事の内訳は、現職教職員の代表として公選された者 3 名、州知事により任命され下院により承認された者 5 名、行政機関現職者 4 名である。理事会の下の意思決定委員会として、投資委員会、給付・サービス委員会、監査・リスク管理委員会、ガバナンス委員会、報酬委員会が置かれている。

### 2 ESG 投資に関する取り組み

#### 2.1 法的な規制

カリフォルニア州法により、CalPERS と同様の法的要請を受けている。

環境面では、2004 年 2 月に州の財務長官が環境投資戦略 (Green Wave Initiative) を提唱したことにより、CalPERS と CalSTRS は環境投資の実施を求められている。具体的内容とし

54 CalSTRS ホームページ(2009 年 11 月 16 付)より

55 Pensions & Investments (2008 年 12 月 22 日付)より

て、①プライベート・エクイティによるクリーン・エネルギー関連企業への投資、②株式資産の一部を環境スクリーニング・ファンドに配分、③環境問題に関する企業の情報開示の推進、④不動産ポートフォリオにおける省エネ推進 が挙げられている。

社会面では、2007年1月に施行されたカリフォルニア州法においてスーダンへの投資制限を定められている。同法は州の年金基金に対して、スーダンで活発な事業活動を展開している企業への投資禁止や、スーダン関連企業への全ての投資についての州議会への報告義務を課している。

## 2.2 ESG 投資に関する基本的な考え方

CalSTRS の考え方は、あくまでも経済的リターン優先。ESG のような非経済的要素を投資判断に盛り込むのは、「企業の経済活動に影響を与える限りにおいて」とのスタンスを明確にしている。

その上で、企業の長期的な収益に影響を与える要素として「環境問題」を重視している。

## 2.3 実施している ESG 投資手法

エンゲージメントや議決権行使といったコーポレート・ガバナンス活動、環境関連活動、インテグレーションを実施している。

CalPERS と同様、ESG 投資に係る国際的な連携にも積極的であり、PRI に署名するほか、CDP (カーボン・ディスクロージャー・プロジェクト)、INCR(気候リスク投資家ネットワーク)、EITI (採取産業透明性イニシアチブ) への参加を通じて、企業に対して環境関連情報の開示レベル向上を求める働きかけを行っている。

2006年には、米国の大手公的年金として初めて、セルサイドアナリストに対して ESG のような非財務要因の分析の質の向上を求める団体 EAI (エンハンスト・アナリティクス・イニシアチブ) への参加を表明した。ICGN(国際コーポレート・ガバナンス・ネットワーク)にも参加している。

## 2.4 エンゲージメント (議決権行使含む)

CalSTRS は、「コーポレート・ガバナンス・プログラム」を展開しており、そのなかで、企業価値向上に向けて直接対話を重ねるエンゲージメント活動や、SOX 法 (サーベンス・オクスリー法：企業の財務ディスクロージャー改善や内部規制強化) のサポート、規制強化に取り組む SEC の支援などを行っている。

議決権行使は、現状、米国、カナダ、オーストラリア、英国の株式を対象に実施。

2007-08 年度は、3,813 企業 47,481 議案に対して議決権を行使、企業とのミーティングは 4,114 回行った。米国株式では、役員選出に関して 16,629 議案を行使、うち 44%の議案に反対票を投じた。コンペンセーション (ストックオプション、従業員向け株式購入プラン等) 関連では 1,380 議案に行使、うち 63%に反対票を投じた。コーポレート・ガバナンス関連では 1,237 議案に行使、うち 38%に反対票を投じた。

外国株式では、役員提案 24,163 議案のうち 43%に対して反対票、株主提案 547 議案のうち

84%に対して反対票を投じた。

## 2.5 ネガティブ・スクリーニング

前述の通り、カリフォルニア州法では 2007 年 1 月よりスーダン関連企業への投資制約を定めている。これに従い、CalSTRS もスーダン関連企業の投資排除を実行している。

## 2.6 インテグレーション

CalSTRS は、株式投資で ESG 要因を考慮することについて、経済妥当性からやや慎重な考えを持っている。しかしながら「環境要因」に関しては企業の長期的な収益に影響を与える事項と認識しており、この考え方にに基づき、株式アクティブ運用の一部において、ポートフォリオ構築段階で環境スクリーニングを取り入れている。

## 参考文献

CalSTRS ホームページ (<http://www.calstrs.com/index.aspx>)

渡辺由美子 (2008) 「米国における公的年金基金の動向に関する調査研究」 2007 年度財団法人年金シニアプラン総合研究機構研究助成事業調査報告書, 同左機構.

# フロリダ州管理理事会

## (State Board of Administration of Florida : SBA)

### 1 基金の概要

#### 1.1 組織の概要

SBA は、フロリダ州の各種公的機関に対して運用サービスおよび資産管理サービスを提供する「資産運用特化型」組織である。フロリダ州退職年金（FRS : Florida Retirement System）をはじめとする 30 以上のプランの運用を行っているが、プラン毎に投資資産や配分、手法は異なる。運用資産の 3/4 を占めるのは、フロリダ州の公的機関の長期勤務者向け DB プランである FRS Pension Plan である。このほか短期勤務者向け DC プランである FRS Investment Plan や The Hurricane Catastrophe Fund などを運用している。

国	アメリカ フロリダ州
分類	資産運用特化型の州機関
設立時期	1943 年
資産総額	1,296 億米ドル(2009/8/31) <sup>56</sup> 米国第 5 位 <sup>57</sup>
資産配分 (2009/9/30)	米国株式 37.1% 外国株式 20.8% グローバル債券 25.8% ハイリット <sup>58</sup> 2.3% 不動産 6.7% プライベート・エクイティ 3.4% その他 3.9% <sup>58</sup>

#### 1.2 ガバナンス

SBA は、政府から独立した機関であるが、フロリダ州法に基づいたファンド運営を行っている。理事会方式を採用し、理事はチェアマン（州知事）、CFO（財務長官）、書記官（司法長官）の 3 名である。3 名の理事は投資保護原則の適用を主導し、全ファンドに対する監督責任を持つ。投資諮問会議は、理事が指名する 6 名の委員により運営される。監査委員会は、理事 3 名がそれぞれ 1 名ずつ指名した委員により運営され、SBA のプロセス、財務レポート、内部統制、リスク管理、コンプライアンスの内容について監督する。

### 2 ESG 投資に関する取り組み

#### 2.1 法的な規制

2007 年 6 月に制定されたフロリダ州投資保護条例（the Protecting Florida's Investment Act : PFIA）は、SBA が運用する Florida Retirement System Trust Fund におけるスーダンおよびイラン関連企業の投資排除（ダイベストメント）を義務付けている。

56 SBA ホームページ(2009 年 11 月 19 日時点)

FRS Pension Fund をはじめとする 36 のプランを合算した総運用資産残高。

57 Pensions & Investments (2008 年 12 月 22 日付)より

58 SBA の資産の 4 分の 3 を占める FRS Pension Plan の実績値。



同条例の適用にあたり米国企業は対象としない。適用対象は外国企業のみでスーダンおよびイランで石油・エネルギー部門、油や採鉱に関わる事業、軍事サポートなどの事業活動をおこなう企業としている。

PFIA は SBA に対して、全ての保有株式の四半期報告書の作成とウェブ上の開示、「Scrutinized Companies」リストについて四半期毎に受託者向けの説明会を実施、外部アセット・マネジャーへの同条例の徹底、Scrutinized Companies リストに該当した企業に対しては最低 12 か月の投資排除の実行などといった 12 項目の要件を指定している。

## 2.2 実施している ESG 投資手法

エンゲージメントや議決権行使といったコーポレート・ガバナンス活動と、スーダンおよびイラン関連企業の投資排除を行っている。

## 2.3 エンゲージメント（議決権行使含む）

エンゲージメントについては、企業との直接対話に加え、他の組織（CII、ICGN：International Corporate Governance Network など）と共同で、企業改善活動に取り組んでいる。外部のコーポレート・ガバナンス・リサーチ会社とも複数契約し、情報収集に努めている。議決権行使については、外部の議決権行使会社（現在は Risk Metrics 社）に行使を委託している。2009 年度は、上場企業 3,383 社、約 29,000 議案に対して議決権を行使し、全体の 28.5%に反対票を投じた。

SBA のコーポレート・ガバナンス活動全般について、報告書を年 1 回発行している。

## 2.4 ネガティブ・スクリーニング

前述の通り、法的要請に基づき、スーダンで経済活動を行っている企業およびイランの石油エネルギー部門で経済活動を行なう企業の投資排除を行っている。SBA では、現状 4 社の外部リサーチ・プロバイダを用いて対象企業の特定制を行っており、具体的には Conflict Risk Network 社、Risk Metrics 社、KLD Research & Analytics 社、American Israel Public Affairs Committee の 4 社を使っている。

投資排除の対象企業は、「Scrutinized Company」と「Continued Examination Company」の 2 ランクに分類される。Scrutinized は、外部 4 社が全て一致して投資排除すべきだと判断した企業、Continued Examination は、4 社全てではないが 1 社以上が投資排除すべきと判断した企業と定義している。SBA は、Continued Examination リストに入ってきた企業に対してエンゲージメント活動を開始する。2009 年 10 月現在、Scrutinized に特定された企業はスーダン関連で 57 企業、イラン関連で 38 社。Continued Examination に特定された企業はスーダン関連で 19 社、イラン関連で 22 社である。

## 参考文献

SBA ホームページ (<http://www.sbafla.com/fsb/>)

SBA ホームページ Protecting Florida's Investments Act (PFIA)  
Quarterly Report – October 27, 2009

渡辺由美子 (2008) 「米国における公的年金基金の動向に関する調査研究」2007年度財団法人年金シニアプラン総合研究機構研究助成事業調査報告書, 同左機構.

# ウィスコンシン州投資理事会

## (State of Wisconsin Investment Board : SWIB)

### 1 基金の概要

#### 1.1 組織の概要

SWIB は、ウィスコンシン州の公的資金の運用を担当する資産運用特化型の公的機関である。資産総額の約 9 割をウィスコンシン州退職基金 (Wisconsin Retirement System : WRS) が占めており、この他 State Investment Fund (SIF : 州や地方自治体のキャッシュバランスのプール・ファンド) や 5 本の州トラスト・ファンドを運用している。

ウィスコンシン州退職基金 (WRS) は全米第 9 位の公的年金。運用は SWIB が、給付管理は Department Employee Trust Funds (ETF) という組織が担当している。WRS は、Core Fund と Variable Fund の 2 ファンドから構成される。Core Fund は分散投資ファンド(2006 年以前は債券ファンドだった)、Variable Fund は株式ファンドである。

国	アメリカ ウィスコンシン州
分類	資産運用特化型の州機関
設立時期	1951 年
資産総額	618 億米ドル(2008/12/31) <sup>59</sup> 米国第 9 位 <sup>60</sup>
資産配分	米国株式 29% 外国株式 26% グローバル債券 29% 未公開株・デット <sup>61</sup> 6% 不動産 6% マルチアセット 4% (2009 年のターゲット・アロケーション) <sup>61</sup>

#### 1.2 ガバナンス

9 名の理事から成る理事会方式。9 名の内訳は、州の事務局長もしくはその任命者 1 名、ウィスコンシン州退職基金 (WRS) のメンバー 2 名、州知事が任命した公益委員 6 名である。理事会は、執行役員や監査役の任命、投資に関する意思決定 (運用ガイドライン、資産配分、パフォーマンスなど) に関する権限を持つ。

### 2 ESG 投資に関する取り組み

#### 2.1 法的な規制

州法などによる要請は特になし。

59 SWIB ホームページ(2009 年 11 月 30 日時点)

60 Pensions & Investments (2008 年 12 月 22 日付)より

61 SWIB の資産の約 9 割を占める Wisconsin Retirement System (WRS) の Core Fund の目標配分。

## 2.2 ESG 投資に関する基本的な考え方

SWIB は投資先企業のコーポレート・ガバナンス強化に積極的だが、その最終的な目的は、企業価値（長期パフォーマンス）の向上である。

一方で、投資排除や投資回避は企業改善への道を閉ざし、投資ユニバースを狭めるとして、その手法を好感していない（スーダンが例外）。しかしながら、様々な働きかけを行っても改善が見られない企業に対しては売却も検討するとしている。

## 2.3 実施している ESG 投資手法

エンゲージメントや議決権行使に積極的であり、コーポレート・ガバナンス・プログラムとして 1986 年より包括的な取り組みがなされている。

また、スーダンにおける残虐行為や人権侵害に対する懸念から「スーダン投資方針」を定め、スーダンへの直接投資などを禁止している。

## 2.4 エンゲージメント（議決権行使含む）

1986 年より開始しているコーポレート・ガバナンス・プログラムでは、その活動として、①議決権行使、②コーポレート・ガバナンス問題に取り組む各団体への参加や他の機関投資家とのコミュニケーションを通じた同問題へのキャッチアップの継続。③エンゲージメントを挙げている。エンゲージメントに関しては、年間 400 社超との対話を重ねている。

活動の注目ポイントは、「ガバナンス体制の有効性」、「役員選出」、「役員報酬」である。

議決権行使は、米国株式および外国株式に対して行っており、行使の際には、外部の行使サービス会社に企業分析のサポートや行使の実行を委託している。

## 2.5 ネガティブ・スクリーニング

投資排除という手法は好まないが、スーダン関連企業に関してはリスク管理の観点から「スーダン投資方針」を明確に定めており、以下のような内容が盛り込まれている。

- －運用ガイドラインにおいて、スーダンへの直接投資を禁止
- －連邦議会が定める「スーダン貿易制限」従っている米国企業にのみ投資
- －スーダンとビジネス関係がある米国企業や外国企業の経済リスクを考慮
- －運用を委託している外部アセット・マネジャーに対しても、投資行動において基本的人権の尊重について配慮するよう要求

## 参考文献

SWIB ホームページ (<http://www.sbafla.com/fsb/>)

渡辺由美子（2008）「米国における公的年金基金の動向に関する調査研究」2007 年度財団法人年金シニアプラン総合研究機構研究助成事業調査報告書、同左機構。

# オハイオ州職員退職年金

## (Ohio Public Employee Retirement System : OPERS)

### 1 基金の概要

#### 1.1 組織の概要

OPERS は、オハイオ州職員、郡職員、地方自治体職員向けの退職年金である。2008 年末時点の資産総額は 592 億米ドル、うち 496 億米ドルを年金ファンドが占める。加入者約 77 万人、受給者約 16 万人、所属団体は 3,700 超である。年金ファンドの約 6 割<sup>64</sup>を内部運用している。

#### 1.2 ガバナンス

理事 11 名による理事会方式。理事は、州職員代表、地方自治体代表、退職者代表といった各団体の代表者のほか、州知事らに任命された運用エキスパート 3 名が含まれる。

国	アメリカ オハイオ州
分類	公的年金
設立時期	1935 年
資産総額	592 億米ドル(2008/12/31) <sup>62</sup> 米国第 12 位 <sup>63</sup>
資産配分 <sup>64</sup>	米国株式 36% 外国株式 19% グローバル債券 31% 未公開株 4% 不動産 7% 短期資産 2%

### 2 ESG 投資に関する取り組み

#### 2.1 法的な規制

ESG に関する直接的な法の要請はない。しかしながら、オハイオ州法 (Ohio Revised Code, Section 145.11) は、「受託者責任の観点から、投資の際には、それを通じた州や市民への貢献や、投資に伴うリスクについても勘案すべき」との文言を掲げており、この考えに従い、OPERS は 2007 年 9 月に独自の Iran and Sudan Divestment Policy を制定した。

#### 2.2 ESG 投資に関する基本的な考え方

「ガバナンス事項に対して先取りのかつ主体的にイニシアチブを取ることは、投資プロセスにおけるリスク管理を強化する」、「効果的なコーポレート・ガバナンス戦略は長期的な株主価値を向上に導く」との考え方を持っている。この考え方を背景に、OPERS は長期投資家として経済リターンを強化するため、投資プロセスの中にガバナンス規準を取り込むと声明している。

62 OPERS アニュアル・レポート(2008 年 12 月 31 日時点)

63 Pensions & Investments (2008 年 12 月 22 日付)より

64 各資産の内部運用割合を資産加重で合成した値

### 2.3 実施している ESG 投資手法

エンゲージメントや議決権行使、イランやスーダンの投資排除を行っている。

OPERS の議決権行使は、corporate governance staff と呼ばれる内部の専属メンバー主導で行われる。外部の corporate governance consultant も採用して彼らのアドバイスも受けるが、外部コンサルタントは情報提供や協議の相手としての立場を越えることなく、あくまでも最終決定は内部専属メンバーと理事会で行なう。

スーダンおよびイラン関連企業の投資排除（ダイベストメント）については、まずは問題企業に対するエンゲージメントから始められる。直接対話というよりは、文書による申し入れである。これらのやり取りの中で改善が見られない企業に対しては、新たな投資を行わない、既に投資している場合は投資撤退という態度に切り替えていく。ダイベストメントは、DB ファンドとヘルスケア・ファンドを対象とし、資産は外国株式とグローバル債券の上場証券のみを適用対象としている。

### 参考文献

OPERS ホームページ (<https://www.opers.org/>)

OPERS *Iran and Sudan Divestment Policy* 2007 年 9 月制定

渡辺由美子 (2008) 「米国における公的年金基金の動向に関する調査研究」2007 年度財団法人年金シニアプラン総合研究機構研究助成事業調査報告書, 同左機構.

# コネチカット州退職年金基金

## (Connecticut Retirement Plan and Trust Funds : CRTPF)

### 1 基金の概要

#### 1.1 組織の概要

CRTPF は、コネチカット州の 6 つの年金基金、8 本のトラスト・ファンドを含む公的年金である。対象者は教員、州職員、地方自治体職員など約 16 万人にのぼる。運用に係る一連の業務は、CIO を含め 16 名のスタッフが担当する。

#### 1.2 ガバナンス

州財務長官 Denise L. Nappier による単独受託者方式を採っている。

国	アメリカ コネチカット州
分類	公的年金
設立時期	1935 年
資産総額	202 億米ドル(2008/12/31) <sup>65</sup> 全米 53 位 <sup>66</sup>
資産配分	株式 49% 67 エマージング株式 8% 債券 35% プライベート投資 8% 不動産 3%

### 2 ESG 投資に関する取り組み

#### 2.1 法的な規制

コネチカット州法では、財務長官の投資判断において、経済要素だけでなく社会・環境要素を考慮に入れることを許容する旨が明確に規定されている。

また、同州法は、州のすべてのファンドや投資に対し、北アイルランドのカトリック教徒への雇用差別を禁止するマクブライド原則 (McBride Principle) の遵守を求めている。具体的には、同原則に抵触し北アイルランドでビジネスを行う全ての企業への投資が禁止される。マクブライド原則は 1987 年に議会の承認を得て 1995 年に改定されている。

#### 2.2 実施している ESG 投資手法

エンゲージメントや議決権行使により企業のコーポレート・ガバナンスへの関与を図っている。議決権行使は米国株式と外国株式を対象とし、ホームページ上に四半期毎の行使報告書を公開している。最近では環境についても INCR などの国際的機関投資家と連携を取り積極的に取り組んでいる。

前述の州法やマクブライド原則への理解から、基金自身でも McBride compliance policy を定め、北アイルランドでビジネス活動を行う全ての企業の投資排除を実行している。

65 CRTPF ホームページ

66 Pensions & Investments (2008 年 12 月 22 日付)より。

67 CRTPF の各種ファンドの資産配分を合成したウェイト。ホームページ (2009 年 9 月 30 日現在) より。

CRTPF の McBride compliance policy に対しては複数の大企業から賛同を得ているとして、ホームページ上に United Technologies, Pfizer, Exxon Mobil, Coca Cola, Starbucks, Citigroup, AIG をはじめとする 19 社の企業名を挙げている。

## 参考文献

コネチカット州財務長官のホームページ (<http://www.state.ct.us/ott/index.html>)

渡辺由美子 (2008) 「米国における公的年金基金の動向に関する調査研究」2007 年度財団法人年金シニアプラン総合研究機構研究助成事業調査報告書, 同左機構.



# ワシントン州投資理事会

(Washington State Investment Board : WSIB)

## 1 基金の概要

### 1.1 組織の概要

ワシントン州の公的機関に対して運用サービスおよび資産管理サービスを提供する「資産運用特化型」組織。対象者は在ワシントン州の公務員、教職員、裁判官、警察官、消防士、法執行官などである。

2009年9月現在、17の退職年金プラン、22の公的ファンドを運営している。

国	アメリカ	ワシントン州
分類	州の資産運用特化型組織	
設立時期	1981年	
資産総額	705億米ドル(2009/9/30) <sup>68</sup> 全米19位 <sup>69</sup>	
資産配分 (2009/9/30)	株式	34%
	債券	35%
	未公開株式	16%
	不動産	11%
	キャッシュ他	4%

### 1.2 ガバナンス

15名の理事による理事会方式。うち10名は投票権を持ち5名は持たない。投票権を持つ10名は以下の通り。

- ・外部メンバー 3名  
(州財務長官、退職システム部門局長、労働産業省局長)
- ・Public Employees Retirement Systemの代表者 5名
- ・国会議員 2名 (下院議長および上院議長からの指名1名ずつ)

## 2 ESG投資に関する取り組み

他の北米基金と同様、WSIBが取り組むESG投資もコーポレート・ガバナンス活動への関与が中心である。他の公的年金やCIIメンバーと共同で企業改善に取り組んでいる。

加えて、2007年にはスーダン関連企業に関するdivestment policyを、2008年にはイラン関連企業に関して同様のpolicyを制定し、投資排除を開始している。各policyでは、スーダンやイランの国債に投資しない、それらの国でビジネス活動を行っており大量虐殺に直接的に関与していると思われる企業に投資しない、スーダン政府に対して武器や軍事品などを供給するような外国企業に投資しないなどといった方針を示している。インデックス・ファンドやコミングル・ファンドの中での厳密な適用は強制していないが、エンゲージメントなどを通じて問題企業に働きかけるなどの方策を示している。

68 WSIB ホームページ

69 Pensions & Investments (2008年12月22日付)より

## 参考文献

ワシントン州投資理事会（WSIB）のホームページ (<http://www.sib.wa.gov/index.html>)  
渡辺由美子（2008）「米国における公的年金基金の動向に関する調査研究」2007年度財団法人年金シニアプラン総合研究機構研究助成事業調査報告書，同左機構。

# カナダ年金制度投資委員会

## (Canada Pension Plan Investment Board : CPPIB)

### 1 基金の概要

#### 1.1 組織の概要

CPPIB は、1997 年 12 月制定の CPPIB 法に準じて設立されたカナダの所得比例公的年金(※カナダの年金の 2 階部分)を運用する運用特化型組織である。運用以外のアドミニストレーション部分は政府が担当する。

一定以上の勤労所得のある 18 歳以上の国民は強制加入であり、給与所得者と自営業者の両方を対象とする。

全額政府出資の法人であるが、CPPIB 法では政府からの独立性が規定され、政府から切り離された運営がなされている。

※カナダ年金の 2 階部分は、Canada Pension Plan (CPP) と Quebec Pension Plan (QPP) から構成される。QPP はケベック州で働く被用者及びケベック在住の自営業者を対象とする CPP と同様の制度であり、両制度は完全通算が可能となっている。

国	カナダ オンタリオ州
分類	公的年金
設立時期	1997 年
資産総額	1,238 億加ドル(2009/9/30)
資産配分	グローバル株式 44.6% グローバル債券 30.7% 未公開株 11.2% 不動産 5.6% インフラ連動債 3.1% インフラ 4.8% (2009/9/30)

#### 1.2 ガバナンス

理事 12 名による理事会方式を採用している。理事長は国家の財務大臣が指名する。その他の理事は、ノミネート委員会の際に地方政府が指名した候補者の中から選出される。

### 2 ESG 投資に関する取り組み

#### 2.1 ESG 投資を始めたきっかけ

CPPIB は、ESG 要因に配慮する企業のパフォーマンスは長期的に良いと考える。さらにこの考え方は CPPIB が受託者責任上の使命として重視する「投資リターンの追求」と整合的である。このようなことから、PRI が制定される以前の 2005 年 10 月に「責任投資に関する政策方針」を制定し、ESG を考慮した投資を開始している。

#### 2.2 法的な規制

国や法律からの直接的な要請はない。

### 2.3 ESG 投資に関する基本的な考え方

ESG 要因に配慮する企業のパフォーマンスは長期的に良い。すなわち、CPPIB が受託者責任上重視する「投資リターンの追求」と「ESG 要因の考慮」は整合的である。

### 2.4 実施している ESG 投資手法

エンゲージメント、議決権行使、インテグレーション、ESG 問題の長期的な重要性に関する調査研究の支援を実施している。ネガティブ・スクリーニングは実施しない方針である。

### 2.5 ネガティブ・スクリーニング

実施しない。

### 2.6 テーマ・ファンド

特に実施していない。

### 2.7 エンゲージメント（議決権行使含む）

エンゲージメントとして、企業との直接対話や他の連合組織（CDP や PRI や他の巨大投資家など）と共同で企業との対話を行っている。現状、エンゲージメント先の大半がカナダ企業であるが、将来的には外国企業へも広げたいという意向を持っている。

エンゲージメントの際に注目しているポイントは、「気候変動」、「抽出産業（石油・ガス・鉱山）」、「経営陣の報酬」である。このほか、全てのタバコ会社にもコンタクトし、健康への影響について開示を要求したりしている。エンゲージメント報告書は、2008 年度より年 1 回公表することとしている。

エンゲージメントが企業に与えた良い影響として、以下のような実績例がある。

- ・カーボン・ディスクロージャー・プロジェクトの質問状への回答の質と量の向上に働きかけた結果、企業の気候変更レポートが改善。
- ・抽出産業数社に対して、人権等の諸問題に関する経営陣からの説明・報告書の開示を要求⇒ 承諾を得る。
- ・経営陣の報酬に関する開示レベルが上がった。

### 2.8 インテグレーション

上場株式の投資においては、ファンド・マネジャーとアナリストが定期的に ESG に関するミーティングを開き、投資判断の際に考慮している。

未公開株投資および不動産投資においては、デューデリジェンス・プロセスにおいて ESG ファクターを考慮している。

## 参考文献

CPPIB ホームページ (<http://www.cppib.ca/>)

渡辺由美子 (2008) 「米国における公的年金基金の動向に関する調査研究」 2007 年度財団法人年金シニアプラン総合研究機構研究助成事業調査報告書, 同左機構.



## 第 5 章 資料編

### 1 各国の ESG 投資に関連する法規制について<sup>1</sup>

#### 1.1 各国の責任投資に関する法規制のまとめ

英国	法規制（開示要求）
スウェーデン	法規制（開示要求）
ノルウェー	ガイドライン・アプローチ
その他の北欧 (デンマーク、フィンランド)	直接的な法規制なし
ドイツ	法規制（開示要求）
イタリア	法規制（開示要求）
オランダ	ガイドライン・アプローチ
スイス	ガイドライン・アプローチ
フランス	法規制（開示要求）
北米	直接的な法規制なし
カナダ	直接的な法規制なし
オーストラリア	法規制（開示要求）
ニュージーランド	法規制（開示要求）

1（ご注意）本節は、財団法人年金シニアプラン総合研究機構が設置した「海外年金基金の ESG ファクターへの取り組みに関する研究会」の委員である寺山恵氏が第 2 回 研究会(2009 年 1 月開催)での使用を目的に作成した資料を元に当機構が取りまとめたものです。本節の内容は 2009 年 1 月時点において、直接、あるいは他の情報源から取得したものに基づいているため、その後の変更等については反映されていない可能性があります。

## 1.2 各国の責任投資に関する法規制

### 英国 法規制（開示要求）

#### *The RI Pension Disclosure Regulation*

Statutory Instrument 1999 No. 1849. (Came into force 3 July 2000.)

b) after regulation 11 insert -

“ Additional content of statement of investment principles 11A. The matters prescribed for the purposes of section 35(3)(f) of the 1995 Act (other matters on which trustees must state their policy in their statement of investment principles) are-

(a) the extent (if at all) to which social, environmental or ethical considerations are taken into account in the selection, retention and realisation of investments; and

(b) their policy (if any) in relation to the exercise of the rights (including voting rights) attaching to investments.”

RI の契機となったとされる年金法改正。2000 年より施行された。社会、環境、倫理に関する考慮をする場合はその内容についての開示が加わったことで、既に RI を実践していた年金基金にお墨付きを与えることになった。しかし、近年、この法改正のインパクトを過大評価しすぎとの声もある。

#### *その他の法規制*

#### SORP2005

“the extent (if any) to which social, environmental or ethical considerations are taken into account” in their investment policy

チャリティ・セクターに対してのレポーティング基準（SORP）の中に、投資方針のなかに ESG 考慮があればその内容を報告するように求められている。

### スウェーデン 法規制（開示要求）

#### *Swedish government directive*

The Public Pension Funds Act 2000:192 (Came into force in 2002)

Sweden’s AP funds “must take environmental and ethical considerations into account without relinquishing the overall goal of a high return on capital”.

表現に曖昧さが残るとの指摘がある。財務省は最近、AP 各ファンドがこの法律を準拠しているかどうかをチェックするために AP ファンド RI 戦略評価委員会を立ち上げた。いずれ、この評価を元に AP ファンドに対する新しいガバナンス基準や RI 規制が導入されるかもしれない。



ノルウェー	ガイドライン・アプローチ
-------	--------------

*Ethical Guidelines*

Ethical Guidelines for the Government Pension Fund Global 2004

“Firstly, the Fund should be managed with a view to achieving high return that will enable coming generations to benefit from the country’s petroleum wealth. Secondly, the fundamental rights of those affected by companies in which the Fund invests should be respected. This ethical basis is promoted through two instruments: exercise of ownership rights and exclusion of companies from the Fund’s investment universe”.

当ガイドラインは生物兵器やクラスター爆弾など特定の武器製造に関わる企業を投資から排除するよう要求している。これにより倫理委員会を設置、当該倫理ガイドラインに反する企業の排除を財務省にアドバイスしている。

その他の北欧 (デンマーク、フィンランド)	直接的な法規制なし
--------------------------	-----------

RI 関連の法規制やガイドラインは無いが、RI に関連した特定目的の立法は行われることがある。例えば、デンマークは 2006 年にデンマークの企業にミャンマーとの商取引を禁止する法律を導入している

ドイツ	法規制（開示要求）
-----	-----------

*The Pension Disclosure Regulation 2000, Modified 2005*

The Act on the Supervision of Insurance Companies 2000, modified 2005 (§115(4) VAG)

“Pension funds have to inform pension beneficiaries in written form, at the point of signing their contract and on an ongoing yearly basis, if and how ethical, social and environmental issues are considered.”

英国同様の開示に関するもので、年金基金は受益者に対して倫理、社会、環境の問題についての考慮をしている場合は書面で報告しなければならない。

*The Pension Fund Reform*

The Pension 2005 (L 252/2005) Fund Reform D.Lgs n. 252/2005)

“Pension funds must specify in their annual report – ‘Nota Informativa’ - if, and to which degree, responsible investment (RI) has been taken into account in the actuation of the investment policy with special focus on (RI) strategies, investment criteria and, eventually, the voting policy (i.e. the way voting rights associated with RI have been exercised)”.

2005年の年金基金法改正により、開示が義務付けられた。2008年1月施行。これにより年金基金はESG問題を投資に組み入れているか否か、またその程度について、株主としての権利の行使の状況について年次報告において開示しなければならなくなった。

RIに関連する法規制は今のところないが、検討はされている模様である。

*その他の法規制およびガイドライン***Green Investment Directive 1995**

環境対応のあるプロジェクトへの金融を促進するために制定。グリーン金融仲介機関からのリターンに関しては所得税免除がある。

**Corporate Governance Code 2003 by the Dutch Corporate Governance Committee (Tabaksblat Committee)**

正式な法律ではないが、広く産業界に遵守を求めるものである。

**The Arrived Future 2007**

年金基金のESG対応のガイドラインを示すレポートである。

RIに言及した法規制は無い。しかし、共済組合の議決権行使に関する記述の部分に、運用機関に議決権行使の方針があるか否かを開示するように求めたものがある。また、議決権行使の方針が無い場合にはその理由を示すように求めており、間接的な法規制（ソフト・ロー）と理解されている。

Voting Rights in Switzerland - Article 49a1 Management task - (Article 51, Para. 1 and 2, 53a and 71, Para. 1, LPP2):

“1 The provident society shall set clear objectives and principles, which must be complied with, governing the execution and control of the investment of capital in order that the joint body may perform its management task fully.

The provident society shall define the rules which it intends to apply to the exercising of its shareholders' rights.

The provident society shall take appropriate organisational measures to enable the requirements under Article 48f to 48h to be implemented. It shall stipulate the conditions which must be fulfilled by the persons and establishments responsible for investments and for the management of capital.

The provident society may refer to the standards and regulations of recognised organisations and associations when establishing the provisions in accordance with Para. 3.5”.

RIに関連した法案についての議論は2003年の金融市場の下落を受けて廃案となった。ガイドラインとしては、OECD Guidelines for Pension Fund Governance (2005)に準拠を謳う年金基金は多い。今後法規制がでてくるとすれば、もっと年金運営に柔軟性を認めて、RIへの取組みを促すようなものになるろう。

## フランス

## 法規制（開示要求）

\* EU内で最も厳格なRI関係の法規制を持つ。

### *The RI Pension Disclosure Regulation*

A Disclosure Regulation concerning the Public Pension Reserve Fund (FRR) 2001

“The management board (...) implements the investment policy guidelines and regularly reports to their supervisory board and particularly relates on how these guidelines have taken into account social, environmental and ethical considerations”

投資方針ガイドラインの実施状況について、とりわけガイドラインがどのように社会、環境、倫理面を考慮しているかについての報告を義務付ける。

The law on the generalisation of employee savings plans 2001 (Law No 2201-152, Article 21)

“ Employee saving funds must specify the social, environmental or wthical considerations the fund management company must take into account when buying or

selling stocks and securities. The fund's annual report indicates how these considerations have been taken into account”.

Employee saving funds は運用会社が証券の売買において考慮しなければならない社会、環境、倫理要因を特定しなければならない。また年次報告についてこれらの考慮について説明しなければならない。2002年に Employee saving funds の RI をチェックする Union Committee が発足したが、当委員会はフランス国内の金融商品について財務、社会、環境面からの品質をチェックしてラベルをつけている。

北米	直接的な法規制なし
----	-----------

RI を促進するような直接的な法規制は無い。再生可能エネルギー基準やその他の環境に関連して各州の州法が 50 通りに存在する。州法レベルでミャンマーやスーダンへの不投資法を定めている州もある。

#### その他の関連法案

##### Sarbanes-Oxley Act 2002

企業に対してコーポレート・ガバナンスの枠組み（内部統制）を求めている。CEO,CFO は開示内容の正確性と内部統制の有効性評価について署名をしなければならない。求めている仕組みとその運営状況につき報告を求めている。また、SEC は Mutual Funds に対して Proxy voting policies の開示を要求している。

カナダ	直接的な法規制なし
-----	-----------

RI 促進のための直接的な法規制はない。

#### その他の関連法案

##### National Instrument 81-106

Mutual Funds と labour-sponsored funds に対して議決権行使をウェブサイトで公開するよう要求している

##### Special Economic Measures (Burma) Regulation

カナダ国民の、ミャンマーに対する投資を禁止したもの  
また、カナダの証券委員会は公開企業に対して、有価証券報告書内の環境に関する開示をチ

チェックすると通知している

## オーストラリア

## 法規制（開示要求）

### *Financial Services Reform Act*

#### Financial Services Reform Act (FSRA)

All investment funds (including Super Funds) are required by law to disclose to what extent ESG factors are taken into consideration in the selection, retention or realisation of an investment. Ethical funds are required to set out their criteria for what is and what is not an “ethical” investment.

豪州のいわゆる金商法にあたる金融サービス法の改正で、すべての投資商品において ESG 要因を考慮している場合には開示しなければならなくなった（年金基金も含まれる）。英国のものより、より広く金融商品をカバーしたものになっている。

#### その他の関連法案

#### The National Greenhouse and Energy Reporting Act 2007

The National Greenhouse and energy Reporting System (NGERS) is a single streamlined framework for the mandatory reporting of greenhouse gas emissions and energy consumption and production by Australian corporations.

The Greenhouse and Energy Data Officer (GEDO)がこの法律によって設置された。NGERS をフレームワークとして、企業に対して炭素排出とエネルギーの消費生産の開示を義務付けるものとなっている。

## ニュージーランド

## 法規制（開示要求）

### *The RI Pension Disclosure Regulation*

#### KiwiSaver Scheme Act 2008

2008年4月よりすべての KiwiSaver Scheme (Superannuation Funds) は RI へのアプローチについて開示を義務付けられた。

## 2 PRI の概要

### PRI とは？

PRI (Principles for Responsible Investment : 責任投資原則) とは、アナン国連事務総長 (当時) の呼びかけにより、国連環境計画・金融イニシアティブ (UNEP FI) と国連グローバル・コンパクトが共同事務局となって作成した自主的な投資原則のことである。

2005 年の初めに同事務局長が原則の作成に向け世界の大手機関投資家達を招き、更に投資コミュニティー、国際機関、政府機関、市民社会、学者からなる 70 人の専門家を要するステークホルダーが加わって 2006 年春に公表された。

この原則では投資の分析や意思決定に環境 (Environmental) ・社会(Social) ・コーポレートガバナンス(Governance) (以下 ESG) を受託者責任の範囲内で反映させたり、ESG に関わる株主行動や情報公開を促進させたりすることが謳われている。なお、ボランティアなものであり法的拘束力は持たないが、趣旨に賛同して署名するためレピュテーションリスクがある。

PRI に署名している機関投資家や運用会社は現在<sup>2</sup>世界各国で 531 に達し<sup>3</sup>、日本ではキッコーマン企業年金、住友信託銀行、損害保険ジャパン、太陽生命、大和投資信託、日興アセットマネジメント、ニッセイアセットマネジメント、フジ厚生年金基金、みずほ信託銀行、中央三井アセット信託銀行、三菱 UFJ 信託銀行、りそな銀行が署名している。

UNEP FI<sup>4</sup>によると PRI は以下の 6 項目について取り組むことを宣言している。

- ① 投資分析と意思決定のプロセスに ESG の課題を組み込む。
- ② 活動的な株式所有者になり、株式の所有方針と株式の所有習慣に ESG 問題に取り組む。
- ③ 投資対象の主体に対して ESG の課題について適切な開示を求める。
- ④ 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う。
- ⑤ 本原則を実行する際の効果を高めるために協働する。
- ⑥ 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する。

2 2009 年 12 月時点

3 <http://www.unPRI.org/signatories/>

4 <http://www.unpri.org/principles/japanese.php>

## 海外年金基金の ESG ファクターへの取り組みに関する調査研究

平成 22 年 1 月

---

編集・発行 財団法人年金シニアプラン総合研究機構

〒108-0074 東京都港区高輪 1 丁目 3 番 13 号 NBF 高輪ビル 4 階

電話 : 03-5793-9411 (年金シニアプラン総合研究機構 総務企画部 代表)

FAX : 03-5793-9413

URL : <http://www.nensoken.or.jp/>

本書の全部または一部の複写・複製・転記載および磁気または光記録媒体への入力等を禁じます。  
これらの許諾につきましては年金シニアプラン総合研究機構までご照会ください。