

「ESG 投資…欧州最新事情」

公益財団法人年金シニアプラン総合研究機構
特任研究員 三木隆二郎 (CFA)

目次

ESG 投資…欧州最新現状

- (1) PRI (責任投資原則) のブループリントが描く ESG を巡る近未来
 - (2) ESG 投資の効果に関する学術的研究の動向
 - (3) ESG 投資への取組みに関する年金規制当局とアセットオーナーの姿勢
 - (4) ESG インテグレーションのアセットマネジャーの実態とその課題
 - (5) ESG 投資はショート・ターミズムからの脱却の契機となるか
- 【参考資料】2017年10月欧州出張訪問時のヒアリング記録

* 本稿で意見に亘る部分は私見にもとづくものであり、所属機関を代表するものではない。

(1) PRI (責任投資原則) のブループリントが描く ESG を巡る近未来

PRI は 2016 年に設立 10 周年を迎えたことを機に、今後 10 年間の優先項目をまとめた文書「責任投資のビジョン (Blueprint for Responsible Investment)」を 2017 年 5 月に発表した。(注 1)

重要と考える課題への取り組みの中で何がこれまで不十分だったのか、今後はどの分野でどのような主張をしていくことが役立つかを検討したもので今後 10 年間で強化すべき点を構想文書としてまとめたものである。

PRI は短期主義 (Short Termism) を排して長期的なタイムホライズンにおいて持続可能な世界金融システムの実現を目指している。ブループリントはこの目標実現に向けて署名企業や運用機関を支援する活動を進める上での指針となるものである。

以下の 3 つの影響分野に焦点を当てている：

①責任ある投資家：長期的な価値を追求する責任ある投資家をリードし、インベストメント・チェーン全体の協調を促進するという中核的活動を強化・拡大する

- ②持続可能な市場：市場の持続不可能な側面の是正に取り組み、経済効率性が高く持続可能なグローバル金融システムを確立する
- ③すべての人々のための真の豊かな世界：現在と将来の世代のため、署名機関が現実社会を改善し、真に豊かで包括的な社会に貢献するような投資活動ができるように支援する。

また、今後 10 年間の優先分野として以下の 9 つを掲げている：

- i) アセット・オーナーの影響力を強化する
- ii) 投資家による ESG 課題の組み入れをサポートする
- iii) アクティブ・オーナーシップのコミュニティを育成する
- iv) 説明責任を強化してリーダーシップを発揮する
- v) 責任ある投資家への啓蒙活動を行う
- vi) 持続可能な金融システムへの障壁に挑む
- vii) 市場に意味のあるデータを普及させる
- viii) 気候変動に対する対策を推進する
- ix) SDGs が実現される世界を目指す

いわばこれらは従来も取り組んできたが PRI の観点からすればまだ不十分だったという解釈も出来よう。

i) 「アセットオーナーの影響力を強化する」

この項では「アセット・オーナーの受益者への義務は、投資のリスク・リターン特性のみならず、受益者の暮らす世界に利益をもたらす意思決定をも含むようにする」とブループリントの中では記されている。

ここで言わんとしていることは、アセットオーナーたるものは受益者に対して目先の投資のリスク・リターンという財務的利害損失を考えるだけでは不十分であり、「受益者の暮らす世界」という長期的な未来に亘る時間軸の中で環境（E）や社会（S）にも悪影響を及ぼさないような運用の意思決定をすることが義務だと述べているのである。

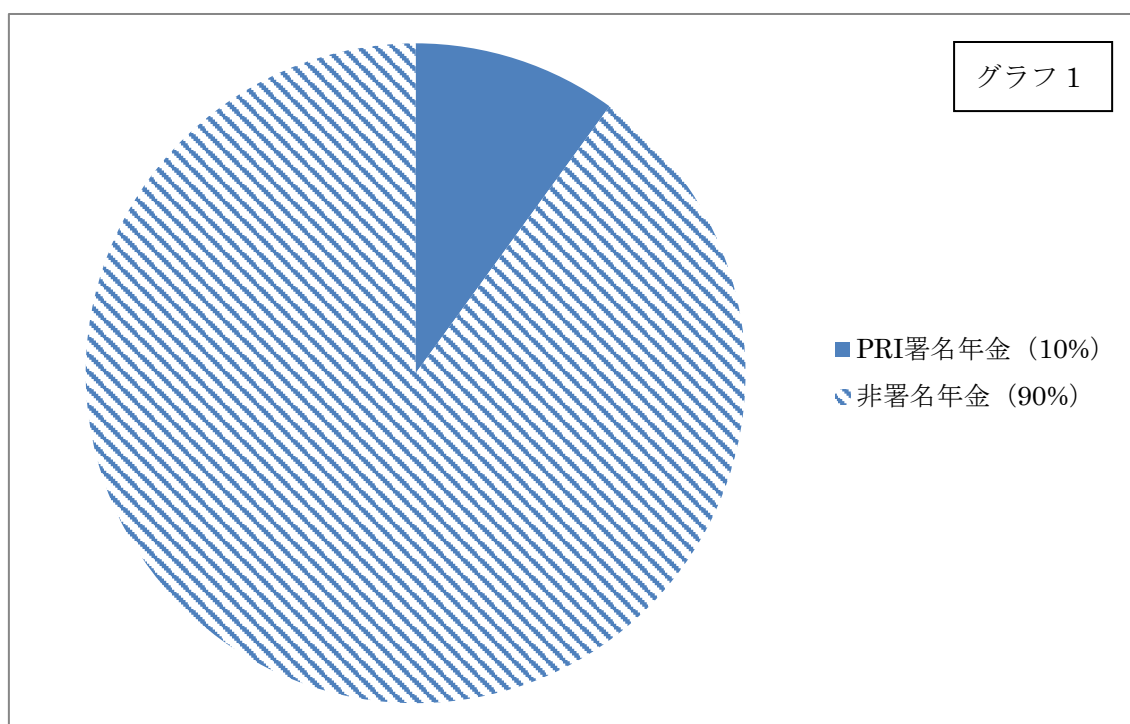
水口剛氏の近著『ESG 投資』（注 2）によればアセットオーナーとしての年金資産残高大手 20 年金の内、PRI 未署名年金はわずか 6 年金しかなく、ESG 投資は世界的に大きく広がってきたとしている。

しかし注意しなければならないのは、これら上位 20 の巨大年金はことごとく

公的年金だという点である。民間の企業年金がどれだけ PRI に署名しているか、ということを見てみると PRI 資料によれば大手 100 社の年金基金の中でわずかに 10%しか PRI に署名していない、つまり全く進んでいないのがわかる。(cf グラフ 1)

つまり海外においても国内においても最初に公的年金には普及したが、全世界的に民間企業年金の PRI 署名は進んでいないことが分かる。だからこそ、民間年金基金への PRI 署名勧奨の啓蒙活動を含めアセットオーナーの啓発を行うことが PRI の掲げる今後 10 年の課題の第一項目となっている訳であろう。

世界の上位 100 企業年金の PRI 署名状況



出所：“Aligning Values -- Why Corporate Pension Plans Should Mirror Their Sponsors” (p5 PRI, United Nations Global Compact 2017)を元に著者作成

ii) 投資家による ESG 課題の組み入れをサポートする

この項では「上場株式や社債・国債など、ESG の組み入れが十分に行われ、浸透率の高い資産クラスにおいて、洞察的知識や実務事例の深みを増すようにする」とされている。

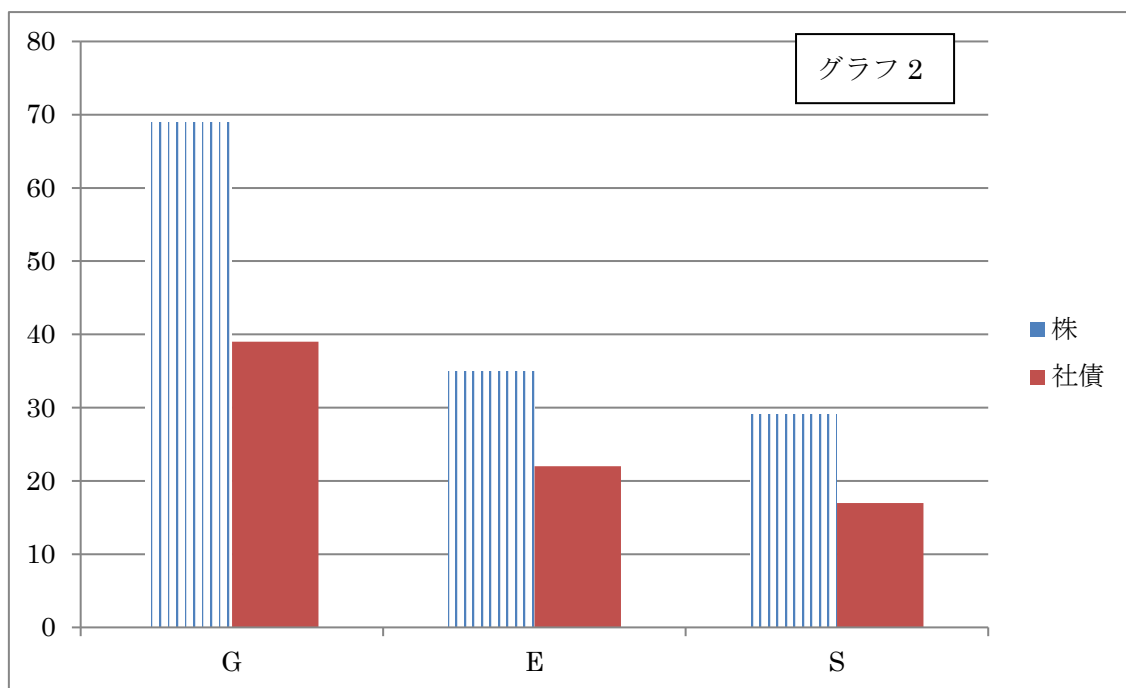
CFA Institute および PRI では、投資プロセスにおける現在の ESG 統合の

度合い、ESG 統合に関して直面する障壁、そしてそれらを克服するための解決策などの情報を共有する狙いで、現在世界各地において一連のセミナー・ワークショップを開催している。

討議はアンケート調査を中心に展開するが、筆者が 10 月 3 日のロンドンでのキックオフとしての最初のワークショップに参加した際に、ESG 各々の株価と社債価格への影響度合いには大きなばらつきがあるとされ、その内容について活発な議論がワークショップで展開されていた。(c f : グラフ 2)

これは CFA/PRI から委託された ESG インテグレーションに関するリサーチで 2016 年秋に CFA/PRI が YouGov 社に委託調査した英国でのリサーチの初期の結果(注 3)である。この結果によれば全般的に株価への ESG の影響度の方が社債より高い。また ESG の三つの要素でいえば、株価でも社債でも G の影響度が高い。株価への影響度で G は 7 割近い頻度で影響すると言われている。

ESG はどのくらい頻繁に株価や社債に影響するか？



出所：CFA/PRI が YouGov 社に委託した英国での調査結果を元に著者作成

また「ESG を株や社債の分析に統合する上で推進・障害となるものは？」という問いに対しては株(51%)でも社債(53%)でも 5 割を超える回答が「ESG に対する理解の欠如」となっていたことが PRI のブループリントの第二項にこのテ

一マが掲げられた背景になっていると考えられよう。因みに本ワークショップは東京でも 2018 年 1 月 17 日（水）に午後 2 時から 5 時まで大手町の金融ビレッジで行われるのでご関心の向きは是非とも登録して参加頂きたい。

iii) アクティブ・オーナーシップのコミュニティを育成する

「投資家の集団としての影響を最大化する協働エンゲージメントを引き続き調整し、協調体制を拡大し、教訓を共有する」

この協働エンゲージメントは PRI の目指す今後 10 年間のブループリントの項目の中で、我が国で全く進んでいなかった点だが、2017 年 10 月に一般社団法人機関投資家協働対話フォーラムが設立されたことで、大いに注目を集めている。

機関投資家協働対話フォーラム(注 4)は協働エンゲージメントを支援する目的で設立された一般社団法人である。パッシブ運用大手の企業年金連合会 (PFA)、三井住友信託銀行、三菱 UFJ 信託銀行、りそな銀行、三井住友アセットマネジメントの 5 団体が、日本株運用の投資先企業に対してエンゲージメント活動で連携するというものである。

この背景には 2017 年 5 月に改訂されたスチュワードシップ・コードで「必要に応じ、他の機関投資家と協働して対話を行うことが有益な場合もあり得る」との指針が新たに盛り込まれたという事情がある。また参加団体の内の PFA は従来からハーミーズ EOS(Hermes Equity Ownership Service)に日本株パッシブ運用の投資先企業に対するエンゲージメント業務を委託していたことから、その経験を踏まえて日本企業の企業価値向上に他のアセットマネジャーを巻き込んで取り組むものと思われる。

そもそもパッシブ運用では運用委託報酬がアクティブ運用に比して低いので機関投資家協働対話フォーラムが行う協働エンゲージメントでもし仮に成果が出た場合、同じ銘柄に投資している他のアセットマネジャーがフリーランチを享受することが懸念される。しかし、そもそも協働エンゲージメントにはインベストメント・チェーン全体の公益に奉仕するという考え方から、どこかが始めなければならないものだったということからすれば、今般 PFA が中核となって大手信託二行が入っている参加メンバーを見ると十分な成果が期待できるものと思われる。その意味では最初に一年間で、どの投資先企業に対し、どの経営課題に焦点を当て、建設的な対話で目に見えるどのような成果が出せるか大いに注目が集まる場所である。

(2) ESG 投資の効果に関する学術的研究の動向

近年、ESG 分析が投資パフォーマンスにプラスという学術的な証拠が増加している、とされている。

PRI は以下の理由で ESG を考慮することが投資パフォーマンス向上に結び付く、と『価値観を一致させる(Aligning Values)』の中で述べている(注 5)：

- ボラティリティの低減とリスク調整後リターンの増加
- 市場が困難な状況にある間のドローダウンの可能性の低減
- 資産配分の強化

また、ESG 課題に関する重要な新しい学術研究の結果には、以下が含まれる：

- ESG 分析によって、投資家はコーポレート・ガバナンスの失敗の早期兆候を把握し、価値を破壊する行動を特定することができる
- 長期的にコーポレート・ガバナンスに取り組み株主の権利を行使する投資家は、リスク調整後リターンの強化を実現することができる
- CDP を通して炭素排出量を開示する企業は、開示しない同業他社よりも良好な貸付け条件を享受できる
- 持続可能性に関して独のあるアセットマネジャーとハンブルク大学が実施した 2,000 件以上の学術研究を調査した最近のメタスタディによれば、「ESG 投資のビジネスケースは十分な根拠に基づき」、「ESG への投資は財務的に報われ、長期的に安定する」ことが示されている。

今秋訪問した NN インベストメント・パートナーズではマーストリヒト大学の ECCE 研究所(*)との共同研究の成果として：

- ESG スコアは大規模企業が高いというサイズ・バイアスがある
- ESG スコアが改善しているモメンタムがある企業はリスク調整後リターンが高い
- ESG で議論の余地残る企業除外するとリスク調整後リターン改善
- 但し単なる ESG のベストインクラス企業ポートフォリオはリターン劣後という知見が得られたという。

*The European Centre for Corporate Engagement (ECCE)。マーストリヒト大学はサステナブル・ファイナンスと責任投資における世界有数の研究機関

(3) ESG 投資への取組みに関する年金規制当局とアセットオーナーの姿勢

我が国の年金運用関係者の中には未だに「受託者責任」が ESG 課題考慮の障壁との批判がある。また投資先企業の ESG 分析に必要な「経年比較・業界内横

比較に資するデータが不足している」という不満も多く聞かれる。

しかし 2015 年に“Fiduciary Duty in the 21st Century”（『21 世紀の受託者責任』）が大きな転換点となって今や、「重要な ESG 課題を考慮しないことは受託者責任違反になる」という見解が世界では主流となっている。我が国でも、アベノミクスの成長戦略でスチュワードシップ・コードやコーポレートガバナンスが取り上げられ、年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）が 2015 年 9 月に国連責任投資原則（PRI）に署名したことで一気に潮目が変わり、日本は世界の中で責任投資（Responsible Investment）の伸びが最も著しい、と注目される程にまでなっている。

そこで今秋、欧州出張を機に英国とデンマークの年金規制当局を訪問した。英国における ESG 投資と受託者責任の関係については英国法制委員会（Law Commision）が 2014 年に「投資仲介者の受託者責任」というレポートを明らかにし、その中で財務的に重要と考えられる要因であれば ESG 問題であれ倫理問題であれ長期的な考慮に入れて考えるべきだ、というのが結論であった。つまり財務的な重要性の有無が問題であり、重要ならばそれを考慮することは受託者責任の一部をなすという考え方である。更に非財務的要素を考慮することも年金加入員が同じ考えだと信じる理由があり、また、重大な財務的な損害をもたらさないのであれば許容されると述べている。

英国の年金規制機構は TPR（The Pension Regulator）と呼ばれ、年金トラスティを監督対象とする機構である。英国では法律で、年金はコンサルタントに投資アドバイスを求めなければならないとされているが、TPR はコンサルタントを規制する立場にはない。それがネックとなっており、その為、日々の年金の業務を監督する労働年金省（DWP）と規制当局が股裂きになっている。従い TPR としてはトラスティが主体的に自らの年金の投資信念に ESG を入れていないと ESG 投資を強制できる立場ではない、という微妙なスタンスであり、その点は PRI からすれば、規制の効率性という点で問題視されているようだ。

PRI 担当者いわく「ESG 要因の考慮は慎重な投資意思決定における中核部分だ」という英国法制委員会報告（2014）に対して、DWP が抵抗して 2015 年 11 月の投資規制(the Investment Regulations)においてそこに ESG 要因やスチュワードシップを組み込むよう改変しなかった。」という。そこで変更がなされれば年金の基本投資方針の中に ESG について配慮するという文言が年金の間に広まったはずなのに実際は大手年金などの反対が大きかったという。

またデンマークの年金規制当局は ESG を未だに倫理的な投資手法と捉えており、年金が倫理的側面を重視した投資をすることは自由だが、プッシュするものではないと認識している。これも驚きだったが、国内には ESG 投資で世界最先端ともいえる ATP のような公的年金があるにも拘らず、規制当局自体の考え方は世の流れからすれば数年遅れていると言わざるを得なかった。

他方、アセットオーナーの姿勢としては少なくともオランダ、英国、デンマークを回った限りにおいては公的年金だけでなく民間企業年金の間でも次第に PRI 署名、従って、より本格的な ESG 投資の波がひたひたと押し寄せている、という印象を持った。

中でもオランダという国は気候温暖化で海面が上昇すると国土の多くが沈水するかもしれない、という危機感が国民に共有されている関係から、年金の加入員・受給者から年金に対して ESG に配慮した年金運用をしてほしい、という突き上げがあるとされている。国民全般の意識を反映した組織体として NGO が非常に活発であり、彼らが PRI 署名をするよう年金に圧力をかけている、という点が我が国との大きな違いである。

最近 PRI に署名した企業年金ではこれまでの「リターンが上がらなければやらない」から「ESG は投資意思決定における不可欠の部分でありリターンが劣後しなければ ESG を考慮すべし」と切り替えたという。オランダでもやはり公的年金に比して民間の企業年金の PRI 署名は少なかった。しかし、国全体として ESG に対しては極めて前向きなお国柄であり、訪問した企業年金も署名の前はエンゲージメントにも消極的だったが、今後は PRI 原則第 2 条で「私たちは、活動的な株式保有者となり、株式の保有方針・保有慣習に ESG 課題を組み込みます」という条文を受けて、今後はエンゲージメント・マネジャーを雇うなど具体的な行動に移す準備をしているという。

(4) ESG インテグレーションのアセットマネジャーの実態とその課題

今回の出張で訪問したアセットマネジャーは唯一、オランダの NN インベストメント・パートナーズであった。

ESG を考慮に入れる投資手法を日本のアセットマネジャーがプレゼンする際にいつも割引率を調整するやり方で説明するが、どうしてその調整幅が適正かどうかには触れないところが多い。従い、聞いている方はその調整で正しく ESG

要因が考慮に組み込まれたか判断に苦しむことが多い。実際問題はその調整こそが長年試行錯誤を繰り返してきた欧州の ESG インテグレーションの投資をしてきたアセットマネジャーとの差であろう。

今回訪問した NN インベストメント・パートナーズ株式部長はオランダ CFA 協会副理事長を務める理論派で、まさにその点が議論の焦点であった。

第一に彼が指摘したのは、日本のアセットマネジャーが割引率を調整する際、その幅をどう割出すか、まだリサーチが十分に積みあがっていない現状では適切に調整できない危険性があるという。また第二にリスクの二重計上の恐れもあるという。もしある企業のリスクプロファイルについて危険度が高いと市場に知られているなら既に価格に織り込まれているともいえる。その企業を評価する際に ESG 要因でさらに割引率で調整すると二重計上になる危険性があるわけである。

そこでより良い方法は ESG 要因を将来キャッシュフローで調整する方法だという。たとえば BP によるメキシコ湾の石油漏えい問題では会社が受ける罰金のみならず事後の生産やオペレーションの中断に伴う資金の動きやより厳しい安全基準をクリアする為の費用などを将来キャッシュフローで見積もることが出来るからである。

それに加えて ESG 要因を統合することで目標 P/E(株価収益率)を調整すると良いという。いずれにせよ高い確信をもって ESG 要因をキャッシュフローに取り込むことも難しいので ESG 要因の全体の評価に与える感応度や異なるシナリオも見ておく必要がある。つまり平常シナリオと ESG 要因顕在化シナリオだ。その発生確率を考えて投資先の公正価値を見積もるのだ。これらによりマテリアリティー（事の重大さ）について投資家が洞察を深めることに寄与するという。

(5) ESG 投資はショート・ターミズムからの脱却の契機となるか

ユニバーサル・オーナー(株式市場全体を広くカバーする株主)としての GPIF は保有株式発行企業による負の外部性を避けるための「売却」という手段を取ろうにも取りにくい。そのため特定銘柄の売却ではなく、問題がある事業活動をしている企業に対して環境・社会・ガバナンスの観点からエンゲージメント(目的を持った対話)をするということも考えられるが、これまでは協働エンゲージメントについては我が国では法制上の問題もあり、普及していなかった。

従って、GPIF としては問題企業でも東証 1 部に上場し続けている限り、所有し続けなければならない国内株パッシブ運用割合が約 9 割（平成 29 年 3 月末）と非常に大きいので、新たに ESG 指数を開発してそれをベンチマークとした運用に徐々に切り替えることにより、そのポートフォリオで所有する企業が原因となる負の外部性については減らすことが可能になる。「百年安心」を標榜する公的年金として GPIF のような超長期投資家にとり、そのように負の外部性を有する銘柄保有はいつ地雷を踏むか心配しながら走っているようなものである。が、2017 年 7 月に発表した ESG 指数により環境・社会・ガバナンスの要素を考慮したポートフォリオで、かつ業種ニュートラルにしてトラッキング・エラーを減らすようなリスク低減効果が期待できる。そのリスク低減効果は投資期間が長期であるほどリスク調整後のリターンを改善する効果が期待できるという意味でショート・ターミズムからの脱却の契機となるのではないだろうか。

Japan Roadmap で描かれている通り、運用委託先にこの指数をベンチマークとしたパッシブ運用をさせることで ESG 評価の高い企業に運用資金を振り向け、運用委託先が行うスチュワードシップ行為のモニタリングを行う道具立てを手に入れたといえよう。その意味で今回の ESG 指数選定は大きなインパクトを持っているといえよう。

以上

注 1 : Blueprint for Responsible Investment (2017 年 5 月)

<https://blueprint.unpri.org/>

注 2 : 『ESG 投資』(水口剛著 : 日本経済新聞社 2017 年刊)

注 3 : CFA/PRI から委託された ESG インテグレーションに関するリサーチ。今回のリサーチ結果は 2017 年 9 月 6 日から 22 日までの期間に英国で行われた 58 のインタビューの結果。CFA/PRI 共同ワークショップをグローバルに 20 箇所で開催予定。

注 4:機関投資家協働対話フォーラム

<http://www.iicf.jp/>

注 5 : “Aligning Values -- Why Corporate Pension Plans Should Mirror Their Sponsors” (PRI, United Nations Global Compact 2017)

【参考】 (ヒアリング先の担当者名は伏せている)

2017年10月欧州出張訪問時のヒアリング記録

英国 TPR(年金規制機構)

2017.10.3

先方：TPR (The Pension Regulator)

PRI(Principle of Responsible Investment)

当方：三木隆二郎

TPR (英国年金規制機構) は 2004 年に設立され年金トラスティを監督対象とする機構であり、政府の DWP (労働年金省) は日々の年金の業務を監督する。

Q1. 英国の企業年金基金 2005 規制に基づく開示規定やガイダンスおよびパブコメの結果、年金基金はその開示をどのように変化させてきたのか?

A1. 全体としてそれほど変化はなかった。しかし大手の NEST、HSBC が PRI に署名したことで投資基本方針に ESG 投資方針を書き込む年金も出てきた。が、英国の年金では ESG を誤解して倫理的な側面からとらえるところもまだ多い。

Q2. なぜ TPR は ESG にそれほど熱心なのか? 何が動機付けになっているのか?

A2. TPR が ESG に熱心という訳では必ずしもない。TPR は年金を管掌していると言ってもトラスティに対してであって、年金に対して大きな影響力を持つコンサルタントをコントロール出来る訳ではない。ESG を含めた投資ガイドラインをトラスティに考えてはどうかと言っている。そのきっかけは 2014 年の法制委員会からの勧告が大きかった。

しかし ESG 投資に特化したガイドラインというものはない。いずれにせよ TPR としてはトラスティが主体的に自らの年金の投資信念に ESG を入れていないと ESG 投資を強制できる立場ではない。

Q3. 日本では年金基金の短期主義が ESG を考慮するのを邪魔していると言われるが、英国ではどうか?

A3. ESG の中で S と G は株価への影響という意味では短期的に大きな影響を与えうるが、E は長期的だと捉えている。HSBC ファンドが DC 運用商品にカーボンを含めた株式ファンドを入れたのがニュースになった。

Q4. 日本では民間の企業年金の間でスチュワードシップ・コードや PRI 署名が全く進んでいない。その解決策はあるだろうか？

A4. TPR はいくつの年金が PRI に署名したかを数える立場にはない。しかし英国でも公的に比し民間年金の署名が少ないのは事実。但し公的の NEST が署名したのに続き大手の HSBC が署名したという動きは出ている。議決権行使を米国では株主の権利と捉えるのに対し英国ではそうではないのは、コモンローの世界では違うということだ。

Q5. 英国ロードマップによるとアセットマネジャーの選択に際して投資運用コンサル会社は ESG 要因を考慮に入れることに消極的だったと言われている。投資運用コンサル会社に対して TPR としてガイダンスを出すことを考えているか？

A5. 先に言った通り TPR はコンサルを規制できない。英国では法律で、年金はコンサルに投資アドバイスを求めなければならないとされている。が、TPR としては年金は必要なアドバイスを求めなければならないだけで規制を過度に捉えて何から何までコンサルの言うとおりにしなければならないという訳ではない。

Q6. スチュワードシップ・コードで E と S が考慮されていないと言われているがそう思うか？

A6. スチュワードシップ・コードで G が鍵を握っているのは確かだし E がカバーされないのも自然ななりゆきだ。しかし S は今後コーポレートガバナンスの側面でアジェンダに入ってくるだろう。

Q7. 日本は世界で最も長寿化スピードの速い国なので S 課題の一つは国の年金制度を持続可能なものにする為労働参加率だと考えている。GPIF が選定した ESG 指数には労働参加率を高く維持しようという会社が選ばれるべきと思う。私のペーパーを読んでみての感想は？

A7. 非常に面白く読んだ。言われていることはその通りだと思う。問題は企業の開示における透明性の欠如と企業間の比較可能性だ。

Q8. ESG 要因の開示の仕方はアニュアルレポートと同様、ESG 要因とその会社のビジネスモデルやリスク要因が明確に関連付けられているような方法でされるべきか？

A8. 良いことのみディスクローズする傾向はある。

Q9. プーリング資産の状況はどうか？

A9. 英国には 5000DB、2000DC、200 ものマスタートラスト（複数の年金制度や複数の運用機関を一元的に管理するサービス）があるがその 99%の資産は最大手 3%DB の下にある。トレジャラーは強い関心がある。エコノミーオブスケールで効率的になるからだ。

Q10.アセットマネジャーによる ESG インテグレーションの水準をどう思うか？

A10.TPR はリスクベース規制当局であり、年金から運用を委託されている AM 自体の実態を良く知る立場にない。

Q11.年金による責任投資はどのようにモニターされているのか？アセットマネジャーの任免において責任投資のパフォーマンスがその大きな考慮点か？

A11.年金の中には ESG に意識の高いところもあり、そういう年金コンサルと議論することもあるが先に述べた通り TPR はコンサルを規制している訳でない。一般的にはコンサルはパフォーマンスでAM採否をアドバイスしているようだ。

Q12. DC ガバナンスの問題はどうか？独立ガバナンス委員会の役割とは？

A12. DC 運営母体企業がメンバーの選ぶ投資商品に無関心というのが問題の核心だ。解決策としては①マスタートラスト、②資産をプールして巨大化、③IGC（独立ガバナンス委員会）だ。ただ監督官庁は FCA（金融行為庁）だ。

PRI UK

TPR 質疑の感想ヒアリング

2017.10.3

先方:PRI

当方：三木隆二郎

PRI ロンドン・オフィスにて

Q1.TPR との質疑を横で見ているの感想は？

A1.とても奇怪(bizarre)である。世界でもっとも発達し、巨大な年金資産を持つ国の監督官庁である TPR の監督権限が、変化をもたらす上ではあれほど限界のあるものだというのは奇怪としか言いようがない。米国とも比較にならない。

Q2. 英国では法制委員会が出す答申が大きな影響を持っている。しかし「ESG 要因の考慮は慎重な投資意思決定における中核部分だ」という法制委員会報告(2014) に対して、DWP が抵抗して 2015 年 11 月の投資規制(the Investment Regulations)においてそこに ESG 要因やスチュワードシップを組み込むよう改変しなかった。そこで変更がなされれば年金の基本投資方針の中に ESG について配慮するという変化が年金の間に広まったはずなのにそうならなかったのはなぜか？

A2.年金業界の中で反対の声が大きかったからだ。大手年金の一部、コンサル業界や AM 業界から多数の不満が出た。コンサルは FCA によって規制されている。TPR も言っていたように TPR はトラスティに対しては規制できるが、コンサルには影響力がない。年金は重要な決定事項にコンサルに意見を求めなければならぬのでコンサルの影響力は大きい。

Q3. 彼らの発言で他に驚いたことは？

A3. 大規模な DB 年金の組織があまりに複雑すぎて意思決定に透明性が欠ける点だ。むしろ豪のスーパーアニュエーションの方がすっきりしている。

以上

デンマーク年金規制機構

日時： 2017年10月5日

先方： Danish Pension Regulator

Finanstilsynet

当方： 三木隆二郎

Q1.デンマーク年金規制機構とはどのような組織か？

A1.デンマーク年金規制機構は政治から距離を置いた組織だ。金融庁の中でもなければ全く独立している訳でもない。

Q2.デンマークにスチュワードシップ・コードはあるか？

A2.デンマークにはスチュワードシップ・コードはない。

Q3. PRI に署名する民間年金は多いか？

A3. 国内 NGO が PRI 署名をするよう年金に圧力をかけていくつかの年金で動きはある。しかし当方としては ESG を倫理的な投資手法と捉えており、年金が倫理的側面を重視した投資をすることは自由だが、プッシュするものではないと認識している。

Q4.年金が重大な ESG 要因をどのようにその投資プロセスで捉えているか、ディスクロージャーするか規制はあるか？

A4.年金の中には CSR の観点から ESG についても投資方針の中に組み込もうというところは何らかの方針を立てているが、求められている訳ではない。

Q5.当局として ESG に熱心ではないのか？

A5.熱心とはいえない。なぜなら我々が重視するのは、年金が加入者・受給者のベストインタレストに対して最善の努力をすることだからだ。

Q6.コンサルの ESG に対する考え方は？

A6.コンサルが熱心なのはオルタナ投資だ。

Q7.デンマーク国内で協働エンゲージメントの動きあるか？

A7.ATP では積極的株主としてかなり活発に行動しているがその他は余りなく、一部にとどまる。

ATP 年金

日時： 2017 年 10 月 6 日 午後 3 時半-4 時半

先方： ATP

当方： 三木隆二郎

面談相手は姿を現すなり「君のペーパーは実に面白かった。」と言って歓待してくれた。(注：年金シニアプランホームページ「調査研究レポート」平成 28 年度にアップされた拙稿『我が国が先行して直面する ESG の課題とは何か ～「労働参加率向上による年金財政の持続性確保と G P I F の役割」～』英訳版 http://www.nensoken.or.jp/researchreport/pdf/rr_28_05.pdf)

Q1. ATP とはどのような組織か？その使命は？

A1.我々の使命は受給者の受け取る年金の実質価値を保持することだ。デンマークの年金は DB と DC のハイブリッドともいえるが実態は DC と考えるべきだ。だから ESG 投資についてハイレベルでたとえば議会において「公的年金の投資目的として財務的なリターンのみならず環境に与える影響も考慮すべし」という議論はあったが、ESG 投資単独の投資目的があるわけではない。

英国では 1990 年代の初頭にコーポレートガバナンスの議論が活発化し、デンマークでは 10 年後の 2000 年代初頭にコーポレートガバナンスの考え方が導入され ATP の CEO も諮問会議メンバーであったが、そうして ATP はアクティブな株主になった。

ATP は AO であるだけでなく AM だ。当時デンマーク株は既に 30 年間の投資実績があり英米日の株も保有していた。

Q2. 協働エンゲージメントは行っているか？

A2. やっている。確かに一般的な注目を集め、テーブルに課題を乗せて協働で交渉をすることで交渉力が増し、ディスクロージャーが進むのでメリットはある。しかし探しだしたテーマや交渉のやり方の調整に要するエネルギーを考えると ATP としては単独エンゲージメントを優先する。どう交渉するかという段になると協働エンゲージメントを行っている異なる投資家との違いが露呈し交渉継続が難しくなることがあるのだ。ATP は最大手の年金なのでデンマーク株では協働エンゲージメントを必ずしも必要としないのだ。むしろ一時だけ皆で圧力をかけていく協働エンゲージメントよりも投資先とじっくり向き合い時間をかけて交渉して成果を挙げていく方が交渉の質は高くなるものだ。なぜなら投資

先の経営を良く知っているし、どの企業がたとえば気候変動リスクに晒されているかはもとよりよく分かっているからテーマも自分だけで選ぶ方がよいのだ。デンマーク株はボトムアップだからだ。だから協働エンゲージメントをするかどうかは投資手法によって異なる。

たとえば日本株となると立場が逆で我々の投資額は相対的には小さくなるので話は異なる。10年前の経験では単独でやったが文化的相違でうまくいかなかった。そこで外株ではクオンツ・ベースでトップダウンアプローチを行いエンゲージメントに関する材料を複数データソースから集めている。

コンサルは使わないがインフラ投資のみ例外だ。

協働エンゲージメントにせよ単独エンゲージメントにせよ、コスト効率分析のようなレビューはエンゲージメントには適合しないと考えている。なぜならコストは自分の仕事時間のみというところだからだ。

協働エンゲージメントで途中で脱落した経験は米国の防衛産業で倫理的に許されない兵器を生産している企業に対して PRI をプラットフォームとしてノルウェーの年金と始めたが交渉の過程で考え方が相違して止めた。

うまくいく為のこつは

- ① 協働エンゲージメントのルール設定
- ② 信頼できる交渉会社(Lead Engager)がいるか

Q3. PRI に署名する民間年金は多いか?

A3. ご存知と思うが多くのデンマークの年金は PRI 自体のガバナンスに異議を申立てたので我々も 2013 年に脱退したが、近々再加盟する。

Q4. 他国のスチュワードシップ・コードにも署名しているか?

A4. たとえば英国のスチュワードシップ・コードとデンマークのは酷似しているのでわざわざ英国のスチュワードシップ・コードに署名するまでもない。

Q5. ESG インテグレーションアプローチを完全にディスクローズしているか?

A5. ホームページで公開しているが全てという訳ではない。ここに ESG インテグレーションに関する冊子を用意したがその中には「ESG インテグレーションの意味が何か、非流動資産（森林等）についての ESG の考え方は何か」ということを解説している。

Q6. スチュワードシップ・コードでは E と S が G に比しカバーされていないと考えるか?

A6. その通りだ。

Q7. 日本ではシニア労働者・非正規労働者・女性を労働市場から退出させないように労働参加率指数を作るという拙論はどう思うか？

A7. 大変興味深く読んだし素晴らしいアイデアだと思う。特に面白かったのは p11 の記述「反論する議論として、個別企業に収益貢献しない非正規の正規化やシニア及び女性の雇用増などを公的年金財政の維持可能性を高める為に強制できるのか」という箇所だ。そこはデンマークで議論してもいつも問題になる論点だろう。しかし ESG を分析の枠組みに入れても企業価値の評価の精度は上がりこそすれ、劣化させることはないという指摘にも同感だ。企業の一株あたり収益目標と ESG を考慮に入れた目標値との関係性の分析が大事だ。その意味で労働参加率指数が出来たら、今後のディスクロージャーが進むことが指数構築で期待されるというのも真実だろう。

Q8. ESG 指数はデンマークにあるか？

A8. ない。しかしスマート β 指数はある。

Q9. DC ガバナンスは？

A9. デンマークの公的年金は三層構造だ。賦課部分は小さく、被用者の 9 割近くが加入している国民が加入している部分は DC だ。サラリーの 15% が拠出されガバナンス上の問題はそれほどない。

Q10. AM の ESG 投資については？

A10. 自分たちが AM だから該当しないが、PE など 10 年前に外部委託していた部分について、当時は ESG の考え方はなかった。

Q11. デンマーク年金規制当局の考え方は ESG を倫理投資と結び付けていて時代に適合していないと思うが？

A11. 社会的責任投資を積極的に考えるのがスカンジナビアの伝統だった。ATP も責任の一端があるが、我々の昔の幹部が社会的責任投資では倫理投資の考え方で投資ユニバースを狭めるような考え方が大勢だったから、今でも当局にはその考え方が残っているのだろう。

SAM 年金

日時： 2017 年 10 月 5 日 午後 3 時-4 時

先方： PenSam

当方： 三木隆二郎

Q1. PenSam とはどのような組織か？デンマークの公的年金支払いは何歳から？

A1.デンマークの医者でも看護師でもない医療関係従業員（低所得であり教育レベルが高くない）を加入者とした年金で加入者は 40 万人、資産は約 2.2 兆円ほどだ。1984 年まで PKA という看護師の年金と一緒にあったのが分離した。

デンマークでは 1978 年の法律で被用者は給料の 2-3%から始めて現在は 12-15%天引きで厚生年金を積み立てており、その 3 分の 2 が雇用者で 3 分の 1 が従業員の支払いだ。65 歳で退職し年金は現在 67 歳からの支払い開始だが、平均余命とリンクするので近々 68 歳に引き上げられる見込みだ。

Q2. デンマークではスチュワードシップ・コードはあるか？

A2.2018.1 に英国のスチュワードシップ・コードを模範として導入される見込みだ。国内の NGO が圧力をかけている。彼らは 5 年前までは対決姿勢で COP 会議の会場の外で警官隊と衝突したりしていたが、最近は議会左派から資金を得て対決姿勢を和らげ対話で圧力をかけるやり方に変化している。

スチュワードシップ・コードが導入されると年金はより真剣にならざるを得ない。アセットオーナーは、最終受益者の利益の確保のため、可能な限り、自らスチュワードシップ活動に取り組むべきという考えの下、運用自体は外部アセットマネジャーに委託しているが、株主総会での議決権行使自体は年金自身として行っている。従い、アウトソースしているのでやや複雑になる。

エンゲージメントは GES (Global Engagement Service) にスクリーニングさせて、たとえば児童労働などをチェックする体制だ。

Q3. PRI に署名する民間年金は多いか？

A3.多くのデンマークの年金は PRI 自体のガバナンスに異議を申立てたので我々も 5 年前に脱退したが、近々再加盟する。

Q4. 協働エンゲージメントは行っているか？

A4.自分達だけでテーマを探したりせず GES をプラットフォームとして使うこ

とで時間を節約している。気候変動では IIGCC を通じて課題の解決を試みている。たとえばガーナのチョコレート児童労働でネスレを槍玉に挙げた。

Q5. ESG インテグレーションのアプローチをディスクロージャーしているか？

A5. ホームページで公開している。NGO からの圧力もある。たとえば除外銘柄などを明らかにしている。AM に対して ESG インテグレーションを求め株のみならず債券、PE などすべての資産においてだ。

Q6. 短期主義が年金の ESG 投資を妨げていると考えるか？

A6. そうだ。その点に関しては日本やチリからの訪問もあり議論したが、我々は昔から長期主義が大事だと考えてきて歴史がある。一気に英国のビッグバンのように転換するのは危険だ。

Q7. 日本ではシニア労働者を労働市場から 60 歳で放り出し給料を半減することで賃金支出を節約するのが一般的だ。デンマークはどうか？

A7. デンマークでは反対でシニア労働者を何とか社内に引き留めようと努力している。

Q8. ESG 投資についてアセットマネジャー間で競争は激しいか？

A8. 我々としてはデンマークのアセットマネジャーにより競争力を持つてほしいと願っている。スカンジナビアにおける ESG 投資で有名なのは NORDEA だ。ストックホルムからヘルシンキに合併を契機に本社を移した。

Q9. コンサルの ESG に対する考え方は？

A9. コンサルを使っていないので不明。

Q10. 協働エンゲージメントについてのうまくいかなかった事例は？

A10. 前職の PFA の頃の経験と考え合わせて言えることはメリ・デメの両面があるということだ。イスラエルのウェスト銀行に対して協働エンゲージメントを仕掛けた際は交渉の過程で自分たちは脱退した。またハイデルベルグセメント会社が行っていた労働慣行への反対から協働エンゲージメントした際もうまくいかず脱落した。また西サハラ砂漠のパイプライン敷設問題でも期待通りの成果を挙げられなかった。

ABN AMRO 年金

日時： 2017 年 10 月 3 日

先方： ABN/AMRO Pension

当方： 三木隆二郎

Q1. ABN/AMRO Pension とはどのような組織か？

A1. ABN/AMRO Pension はご存知のように 2010 年の Invest and Pensions Europe 誌により最優秀年金賞をもらった。その組織は貴職が 2012 年 1 月に当時の CEO Mr.CeesDert を訪問されて以降、大きな変化があった。当時は年金 CEO であっても年金を監督する理事会メンバーではなかったが、今は年金 CIO として執行部門の運用部門を統括する立場でありながら (Head of Investments) 理事の一人でもある。その結果、理事が定めた方向性の中で日々の執行を迅速に行える体制となった。自分はこの地位について 3 年になる。その前は ABN/AMRO で年金向けの受託者運用部門のヘッドをしていたので、サービス提供者からサービス需要者になった。

Q2. 自分は日本 CFA 協会理事をボランティアとしてしており、セミナー企画運営を担当している。一昨年 GPIF が PRI に署名して以来、日本の AM は急に慌てふためいたように ESG 投資の看板を掲げているが、まだその実績としての ESG 運用は歴史が浅い。

そこで ESG 投資の経験値の高い NN インベストメントの株式部門ヘッドのボス氏が来日する際には当協会セミナー講師として彼らの ESG 投資について語ってもらおう。また 12 月からは「The Japan Roadmap を考える 5 回連続講座」を企画して我が国に対して勧告された 5 つの項目について毎月、その当事者に講師になってもらう企画を立てている。中でもアセットオーナーによる ESG 開示と ESG 課題への対応をどのように投資基本方針に取り込んでいるか、という項目については日本の年金の対応は極めて遅れている。

その意味で今回の訪問は ESG 投資の先進国であるオランダの民間年金でどのように ESG 投資を実践しているかをヒアリングに来た。PRI に貴基金は署名しているようだが？

A2. そうだ、2016 年に署名したばかりだ。オランダでは公的大手年金の ABP などアセットオーナー 42 年金が既に PRI に署名している。(筆者注：オランダではアセットマネジャー 50、サービス提供者 6 に比してアセットオーナーの比率が相対的に他国よりも高い) 但し当基金は署名したばかりでこれまでは ESG

に関してはフロントランナーでなかった、ということをお断りしておく。従って現在、注意深くアプローチしているのが現状だ。たとえばエンゲージメントについては 2015 年から議論しているが当基金ではエンゲージメント・マネジャーを雇ったりするようなことは行わない、という結論だ。

Q3. オランダでも民間年金基金は公的年金に比し、ESG に対する取組みを要する PRI 署名は遅れているか？

A3. 確かに民間年金では PRI 署名は遅れている。しかしオランダには産業別年金基金も多いので民間と言っても単独ではないため、母体企業からの圧力を気にする必要はそれほどない年金も多い。オランダでは年金基金は意思決定が独立している。

Q4. ESG 投資についての投資基本方針への開示はどのようにしているか？

A4. これまでの「リターンが上がらなければやらない」から「ESG は投資意思決定における不可欠の部分でありリターンが劣後しなければ ESG を考慮すべし」と切り替えた。

Q5. 拙稿で S には焦点が当たっていない中で日本では労働参加率に注目せよと書いたが感想は？

A5. 大変興味深い論考で非常に面白かった。確かに人的資本の管理は S の大きな要素なので、今後は高齢化の中で労働参加率も大きな論点になろう。

オランダでは 65→68 歳に受給開始年齢が上がっていくことが決まっている。たとえばこの年金で 60 人が働いているが、CDC（集团的 DC）に切り替わったので DB の時と仕事の中身が変わり求められるスキルも変化してくる中で人的資本管理の点から雇用し続けるに値する人材として育てる為に雇用者自身も努力しないとイケない。

Q6. ESG が発展する上での変化はどのようなものか？

A6. ESG 投資を発展段階的に分類すると第一段階は個人レベルでその人の信念として RI（責任投資）をする。たとえばある人は値段が高くても環境に良いという理由で電気自動車を買うだろう。第二段階は企業レベルで持続可能性に配慮した経営を行う段階だ。たとえば UN グローバルコンパクトに署名する。第三段階は株主が RI でアクションを起こす段階だ。たとえばフォルクスワーゲンの試験データ偽造に対して株価が下がるというようなことだ。

Q7. アセットマネジャーの ESG コンサルタントを雇っているか？

A7.ESG により真剣に取り組むためにコンサルを雇うつもりだ。特にリスク要因は大事だ。たとえば座礁資産になるような資産を我々のポートフォリオの中に放置しておくは無価値になってしまう。

Q8.GPIF で選考した ESG 総合指数は選んだ銘柄に無相関だった。

A8.我々が見ている ESG 指数でも完全には程遠く問題と思うが、ESG ファクターの吟味は今後の課題だ。

Q9.協働エンゲージメントは？

A9.今まで集中投資はやっていないのでエンゲージメントが必須とは考えてこなかった。協働エンゲージメントもやってこなかった。しかし PRI に署名した以上、その原則 2 にある通りアクティブな株主にならないといけない。年金スタッフで株式部門には 9 人しかいないのでエンゲージメント・マネジャーを雇った。がフリーライダー問題があるので協働エンゲージメントに対しては慎重に検討していくが投資家として全く何もしないというわけにもいかない。

その意味では初めに申しあげたとおり、我々は ESG 投資に関してはフロントランナーではなかったので検討しなければならないことが多いのが現状だ。

NN インベストメント

日時： 2017 年 10 月 3 日

先方： NN インベストメント

当方： 三木隆二郎

1. NN インベストメントについて

RI（責任投資）チームは NN グループの投資部門全体 267 人の中で 3 人と少ないが役員である CIO の率いるグローバル投資部門の直下であり、債券 105 人、株式 48 人、マルチアセット 21 人の上に位置している。かつては横並びだったが今は ESG が全資産に貫徹する思想だということで組織替えをした。

ESG コミティーを年 4 回開き組織横断的な ESG 投資に関する論点を幅広いメンバーを集めて議論している。たとえば健康保険会社から委託されたポートフォリオでたばこ会社を除外してほしい、とか親会社の一般勘定では投資ガイドラインを緩めてはどうかと言った議論だ。自分はかつてたばこ会社のアナリストだった経歴を持っているが今は責任投資 (RI) アナリストだ。またソブリンリスクについても検討する。ガバナンスや腐敗リスクは大事なポイントだ。NGO が活発に動いているので、NGO が反対と言っている案件には注意が必要だ。特に親会社が保険会社なので社会的責任については留意が必要で兵器やたばこは慎重に検討している。

RI の総資産に占める割合は 7.5% で生保会社を除くと最も高い。

2000 年頃は ESG 投資に対して懐疑的だったが今は ESG 投資をリスク管理のみならずリターンを得る機会ととらえて、ESG 分析をすることで財務データのみでは得られなかった企業を見る目が複眼的になって分析の深みを増したと考えている。

ESG 指数ではロベコサムの分析を使ったダウジョーンズ社のベストインクラスのものを使うことが多い。資産ごとに ESG の影響のあり方は異なるが株では機会を得るプラスもリスクを防ぐマイナスでも効くが、債券はダウンサイド回避が主だ。不動産はプラスもマイナスもある。たとえば緑が多い物件は賃料を高く取れる。

オランダ中銀も気候変動については極めて真剣に取り組んでいる（気温上昇で国土が沈下するリスク）し年金加入者の意識も高いので AO も真剣にならざるを得ない。

2. ESG 投資の手法

「ESG を考慮に入れる投資手法を日本の AM がプレゼンする際にいつも**割引率を調整するやり方**だが、その幅が適正かどうかは触れないのが多い。従い、聞いている方はその調整で正しく ESG 要因が考慮に組み込まれたか判断に苦しむことが多いがどう思うか?」という質問に対して、先方の回答は以下の通り。

確かにそこが欠点だ。第一に割引率を**調整する幅をどう割出すか**、まだリサーチが十分に積みあがっていない現状では適切に調整できない危険性がある。第二に**リスクの二重計上**だ。もしある企業のリスクプロファイルが危険度が高いと市場に知られているなら価格に織り込まれているともいえる。その企業を評価する際に ESG 要因でさらに割引率で調整すると二重計上になる危険性がある。

ESG 要因がたとえばガバナンス要因のように定量化が困難で、激しく上下する株価でそこがまだ反映されていない場合のみ適切に効くと考えた方が良い。

より良い方法は **ESG 要因を将来キャッシュフローで調整する方法**だ。たとえば BP によるメキシコ湾の石油漏えい問題では会社が受ける罰金のみならず事後の生産やオペレーションの中断に伴う資金の動きやより厳しい安全基準をクリアする為の費用などを将来キャッシュフローで見積もることが出来る。

しかしこの方法は低確率高影響事象ではキャッシュフローを見積もるのはやはり困難ではある。しかし前提がより鮮明であるだけに割引率を調整するよりは望ましいやり方だ。

それに加えて ESG 要因を統合することで目標 P/E(株価収益率)を調整すると良い。いずれにせよ高い確信をもって ESG 要因をキャッシュフローに取り込むことも難しいので **ESG 要因の全体の評価に与える感応度や異なるシナリオ**も見しておく必要がある。つまり平常シナリオと ESG 要因顕在化シナリオだ。その発生確率を考えて投資先の公正価値を見積もるのだ。これらによりマテリアリティー（事の重大さ）について投資家が洞察を深めることに寄与しよう。

3. エンゲージメント

当社は単独も協働もエンゲージメントについては極めて前向きに取り組んでいる。GES という会社が 20 社ほどの投資顧問会社を顧客としてどのような問題に取り組むべきか優先順位を付けている。去年は鉱山労働者の人権問題を取り上げたり石油会社のエクソン・モービルのパイプライン問題が環境社会に与える影響など追求した。数年前にはフランス政府主導で長期投資家に議決権をより多く与えるガバナンス問題にも取り組んだ。

1 年前から始めたインパクトファンドは 40 社の集中投資でそのすべてにエンゲージメントをしている。ベンチマーク対比ではないファンドで日本にも大和

(ウェリントン) を通じてリテールにも販売しているが大変、好調だ。

環境に関しては英国の **EAPF** がオピニオン・リーダーだ。

協働エンゲージメントで使うプラットフォームは **EUMEDION** 社を使っている。大手投資家を顧客にしている費用対効果が **PRI** など割高なのに比してよい。

気候変動に特化した **IIGCC** も使っている。

今年 6 月にシンガポール、マレーシア、インドネシアに行ったが西欧の機関投資家に比しアジアはこれからだと思った。来年 2 月末には **ICGN** が東京で会議を開くが **Kerrie Warring** に連絡を取って参加したら良いのではないか。

自分達には普通と思われることもアジアの投資家には文化的相違からなのか協働エンゲージメントには消極的なのが不思議だ。

世界最大の **GPIF** が熱心にならないと日本では無理ではないか。

どのプラットフォームを使うかは費用対効果次第だ。**ICGN** には€2,500 の年会費だがもしカンファレンスでスポンサーをすると 3 万ユーロから 10 万ユーロもかかる。

以上