

# いわゆるESG投資について年金基金が持つべき評価の視点

2022年9月30日

村上 正人<sup>1</sup>

## 本稿の要旨および狙い

今世紀になって「持続可能な成長」を目指すことは、世界最大のテーマのひとつとなった。投資の分野でも「責任投資原則 (PRI)」が公表された頃から ESG をテーマに掲げた投資ファンドが著しい伸びを示し、「持続可能な成長」の推進を後押ししてきた。

たいていの場合、投資家は直接に ESG を推進するのではなく、投資という行動を通じて企業に働きかけ、また監視を行っていく存在であると考えられる。今日に至っては ESG の推進は主要国の国家的な政策の中にも組み込まれ、世界の多くの人々の関心事にもなり、企業は「良き企業市民」として認められるためにも、これに取り組むことが必須のものとなっている。前世紀にも ESG に関する個々の問題は存在したが、その頃とは大きくステージが異なってきているということも言えるであろう。

ESG への取り組みが重要な課題として世の中から求められている以上、それは企業の成長性や事業のリスクに影響を持ってくるのは必然である。そのことについて投資家は注意深くウォッチし、ポートフォリオの意思決定に反映させていかなければならない。

この 10 数年間の ESG 投資の隆盛は、世界の ESG 推進の流れの大きな支援材料となってきたと考えられるが、ここにきて「名ばかり ESG」や「グリーンウォッシング」などの問題も浮上し、その内容が問われ出している。これをさらに突き詰めて考えていけば、ESG 投資の実効性、経済的効果を含めたクオリティに関する議論に辿り着くと考えられる。

企業について偏った評価を行うことは有限で貴重なリスクマネーの配分を歪め、その価値を無駄に喪失させるという、社会的にもマイナスとなる影響をもたらす。これからのステージとしては、ESG 投資の質を問い、ESG の適正な評価の在り方等に関する議論の深堀りをし、それを競い合うことが必要である。

特に受託者責任を負うアセットオーナーの立場にある年金基金は、これらのことを念頭に置いて自らが説明可能な投資の選択をしていかなければならない。本稿では主に年金基金の立場から、どのようなことに留意して ESG 投資と向き合うべきかを論述する。

## 目次

1. 序説 ―今日に至る環境認識―
2. ESG 投資を語る際に加えられるべき考察の例
3. 年金基金が運用会社と対峙する際に問うべきポイント

---

<sup>1</sup> 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。なお、本稿中の意見の部分は私見に基づくものであり、所属機関の意見ではない。

## 1. 序説 —今日に至る環境認識—

### 1.1 はじめに

持続可能な社会を構築していくこと——それは今日において全世界、人類共通の大テーマとなっている。我々はこの10年以上にわたって、日々至るところで持続可能性、ESGという言葉に触れてきた。先進諸国において国家を挙げての取組みも進みつつあり、企業においてはそのことに留意をした経営を行っていなければもはや「良き企業市民」として社会に受け入れられず、その存続性にも疑問を投げかけられるようになってきている。

資産運用の分野でも、この10年以上にわたってESGを謳うファンドは数量ともに著しい伸びを遂げてきた。その大きな契機となったのは国連の「責任投資原則」(Principles for Responsible Investment ; 以下、「PRI」と略記することがある)と言われている。また、先般の日本版スチュワードシップ・コード改訂においても、その基準の中にESGの言葉が組み込まれたことにより、もはや運用会社においてESG考慮することはスタンダードになってきていると言えるだろう。

そのESGを謳ったファンドにも多種多様なものが存在する。非常に広範にわたる概念であるため、どのようにESG要素が取り込まれているのか、考慮されているのかということも、なかなか理解しにくいところもある。また実際にその投資がもたらす影響や効果といったこともクリアでないことも多い。このことが昨今の「名ばかりESG」や「グリーンウォッシング」などの問題を引き起こしている一要因であるとも考えられる。

年金運用の分野では、GPIFなどの公的機関でかつ巨大な資金を抱えるアセットオーナーは積極的にESGに関わる運用に取り組んでいることを表明しているが、企業年金の分野では一握りの基金を除いてはあまり目立った活動は見えていないというのが筆者の印象である<sup>2</sup>。ESGの投資には多くの論点が存在するため、ショートスタッフの企業年金においてはそれを消化して自らのポリシーを打ち立てるのが困難なところもあるだろう。しかし、昨今の世の中の状況を考えると、問われれば基金としての考え方を語らなければならない環境に立たされているとも言えるのである。

本稿では、主に年金基金等のアセットオーナーもしくはプランスポンサーの立場から、株式投資の場合にスポットを当て、どのような視点でこのESG投資と向き合っていたらよいか、またファンドをどのような視点で評価して選別していったらよいか、そのようなことについて述べていくことにする。

### 1.2 国連「責任投資原則」が求めたこと

---

<sup>2</sup> 例えば、2022年6月時点でPRIに署名している企業年金は3基金のみである(企業年金連合会を除く)。一方で、「オルイン」誌の「年金プロダクト需給調査2022」によれば、株式系でESG投資を採用して基金が29.5%(129基金中)という数字が出ているが、母数が小さいためにこれが全体の縮図かは不明である。

投資の分野において ESG の歴史を語る際に欠かせないのは PRI であり、それは ESG に関わる投資資金を大きく拡大させる契機となった。すでに周知の原則であるゆえ、その中身についての説明は省略するが、筆者が特に注目するのは当原則が発表された 2006 年に、提唱者であった当時の国際連合事務総長のコフィー・A・アナン氏（故人）がそれに寄せたメッセージである。そこには PRI が策定されるに至った背景について語られているが、エキスとなる部分を抜粋すると、以下のようである。

- ✓「投資の意思決定プロセスや、株式の所有方針を定める際に、社会的および環境的な問題に対し、十分な考慮がなされていないという認識が広まっています。そのような懸念が、このイニシアティブのルーツとなっています。」
- ✓「たとえ強力な政治的バックアップや草の根の支援を受けても、投資の分析・評価に「持続可能な発展」の観点が積極的に組み込まれない限り、「持続可能な発展」自体が牽引力を得るのは困難であり続けると考えたのです。」
- ✓「この現状は投資家サイドの企業責任に対する関心の低さや企業責任を果たすべきという要請の弱さによるものではなく、個人投資家・機関投資家が全てのリスクや機会を十分に評価できる共通のガイドラインが欠如していたことが主な要因なのです。」
- ✓「本原則は、環境、社会および企業統治の基準を含み、より優れた長期的な投資成果とより持続的な金融市場を実現する枠組みを提供します。本原則によって、運用業界の慣習がより国連の目的と協調できるようになり、より安定的で、排他的でない、より多くの人々を包含していく世界経済の構築に貢献できることを願っています。」

出所：棚橋俊介氏翻訳の PRI = 2006 年当初のもの

この中で、特に筆者が重要視しているところは、PRI の目指すところが、「投資家が全てのリスクや機会を十分に評価できる共通のガイドライン」を提供しようとしているという箇所である。そしてそれは「排他的」なものではないとも述べている。このことは、投資の分析・評価に「持続可能な発展」の観点が積極的に組み込まれ、様々な視点から投資家がそれを判断していくことによって、「持続可能な発展」が牽引力を持つ世界を実現しようと考えたと解釈できるであろう。

PRI においては、とりわけ「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 (ESG issues can affect the performance of investment portfolios)」という言葉が資産運用業界から注目された節がある。しかし、PRI が目指しているのは、人類共通の大テーマとも言える「持続可能な発展を遂げる社会」を金融の側から支えていくことであり、それによってその成果を投資家も含めた世の中の人々全体が享受できるという、そのような意味での大きな利益であると思われ、それが「投資家たちが、より広範な社会の目的を達成できる」とする言葉に結び付く。すなわち、ここでの performance は運用にお

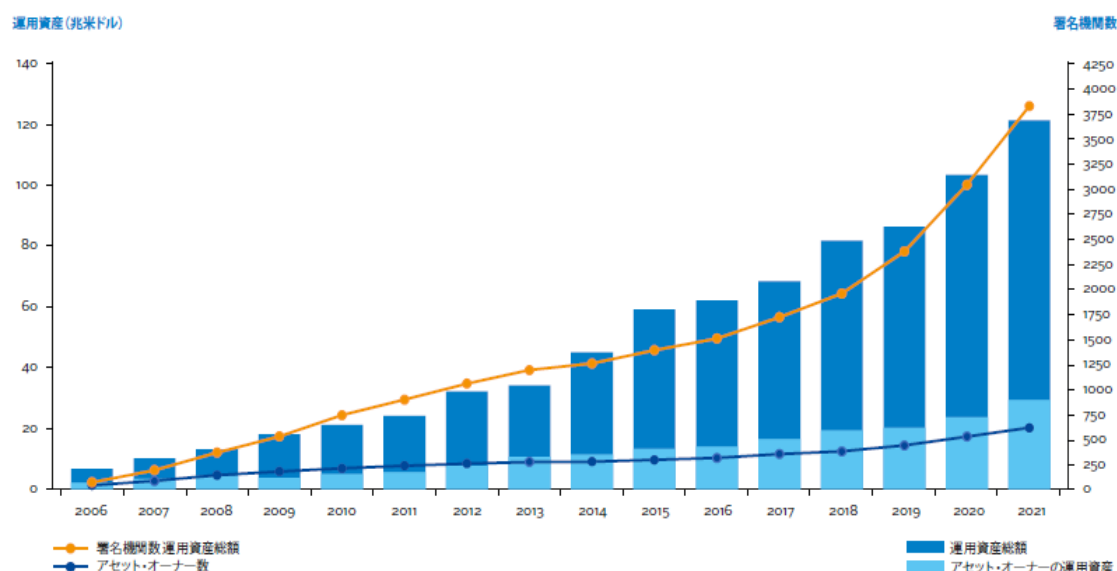
ける超過収益の議論とは次元が異なると解釈されるべきものであろう。一方で、原則の中でそれは「受託者責任に反しない範囲で」行われなければならないことも謳われており、それは考慮されるべき大きな条件となっているのであるが、そのことに関してはまた後に触れることにする。

### 1.3 いわゆる ESG ファンドの拡大

2006 年に PRI が提唱され公表されると、世界の名立たる機関投資家が続々と受け入れ表明を行った。そして、ESG 投資を謳ったファンドも多数出現した。

いわゆる ESG 投資のファンドの隆盛の様子についてはしばしばマスコミ等で報じられてきているが、中にはその掲載データについて、含まれるファンドの定義が明確でないものもあるので注意を要する。単純にファンド名に ESG の要素が含まれているもの、ESG がメインの銘柄選択指標になっているものを集計したものもあるかもしれないが、PRI のレポートには PRI に署名する機関の数や運用資産残高の推移のデータが掲載されている(図表 1)。PRI に署名している機関投資家を対象とした統計ということであれば、ESG について特段の説明が付されていなくても、その原則からして何らかの形で“投資分析と意思決定プロセスに ESG 課題が組み込まれた”資産総額として捉えることができるであろう。

図表 1 PRI 署名機関の数と運用資産残高の推移 2021 年 4 月現在)



出所：PRI「責任投資原則 2021」

当グラフの最新時点は昨年（2021年）春になるが、PRIの思想の下で運用されている資産残高の合計が約120兆米ドルにも及んでいることが読み取れる。この内の株式投資に充

てられているのは一部であると推察されるものの、現時点において世界の株式時価総額は  
おおよそ 100 兆米ドルと言われているので、それと比べても ESG を考慮した投資の額が  
かなりの規模になってきていることが窺い知れる。

いわゆる ESG ファンドの隆盛の様子を伝えるデータはこの他にもしばしば目にするこ  
とがあるが、集計の単位がアセットオーナー・ベースであるのか、運用会社単位であるのか、  
ファンド単位であるのか、また PRI の原則のように投資分析と意思決定プロセス中に ESG  
課題が内包されている投資家の資産の集計であるのか、そうでなくて ESG をファンドの中  
心的なテーマとしてそれにベットしているのに近いファンドの集計であるのか、そのデー  
タの属性について注意深く見ていく必要があるだろう。

#### 1.4 第一ステージから第二ステージへ

時代を遡ると、20 世紀の世界にも ESG に含まれる個々の課題、例えば環境問題も人権問  
題もコーポレートガバナンスの問題も、それぞれが存在し続けた。投資の分野でも「社会的  
責任投資」と呼ばれた SRI ファンドのようなものも存在した。しかし、ESG 問題が現在の  
ような統合的な形で語られるように至ったのには、投資の世界では PRI が果たした役割が  
大きかったと認識される。PRI は ESG 問題を統合的に触れた上に、受託者責任およびパフ  
ォーマンスとの関係に触れている点に大きな意義があった。そのことが年金分野における  
アセットオーナーや運用会社も与しやすくしてきたと考えられる。PRI が注目され、数量と  
もに多くの機関投資家が、「ESG の考慮」ということを掛け声として行っていったことが、  
世の中の流れを作るのに寄与することとなった。

それは、個々のファンドの内容、クオリティを突き詰めていくことは脇に置いておいても、  
ESG を唱える数多の声がいわゆる「シグナル効果」となって大きな流れを作ってきた感  
がある。一定の時期までは特殊な分野であったかも知れない ESG 投資が世の中の太宗が関知  
するところとなったのである。それは国家が戦略的に取組んでいこうとする ESG の推進に  
関する施策にもひとつの大きな追い風となったと考えられる。そして、今や投資家が口にせ  
ずとも ESG は「良き企業市民」たる企業が当然に考慮すべき事項として定着していると言  
えるであろう。前掲のアナン氏が、「投資の分析・評価に「持続可能な発展」の観点が積極  
的に組み込まれない限り、「持続可能な発展」自体が牽引力を得るのは困難であり続ける」  
と語った問題については、かなり解消される方向で進んできたのである。そのようなこと  
で、私見ではあるが投資分野としての第 1 ステージは達成できてきたのではないかと考えてい  
る。

そのように、多勢の投資家が声を上げてきたことで大きな流れを作ってきた時期を第 1 ス  
テージとして認識すると、その ESG の流れが定着した後の第 2 ステージでは、個々のファ  
ンドが ESG に対して実際に何ができているのか、そしてそのファンドは本当に ESG を謳  
うに値するのかどうか、その評価の方法を追求していく必要がある。今までは「世の中に良

い投資を行っている」という正義・高揚感のようなものに押され、あるいは運用会社がそのようなことへの共感性に訴えてファンドの宣伝を行い、表面上のパフォーマンスの議論を除いてはその投資がもたらす実効的な効果等に関して突き詰めていく議論が目立って行われてこなかったというのが筆者の印象である。それが「名ばかり ESG」や「グリーンウォッシング」などの問題を引き起こす一因ともなってきたのではないかと推察する。

祭礼の際の神輿のごとく、大勢の人が群がると、本当に担ぎ上げるのに力を発揮している人がいる傍らで、手を添えているだけの人や、中にはぶら下がっている人さえ出現する。傍観しただけでは、なかなかその見分けはつきにくい。これは年金基金等のアセットオーナーにとっても厄介な問題である。

しかし、新たなステージではその点に留意し、トライしていかなければならない。そのファンドを精査し評価する方法を徹底的に深堀りしていく必要がある。そうでないと、年金基金等も ESG の表面をなぞって表面的な形式だけを整えている、偽善的な対応を行っているとの誹りを受けかねない。

そのあたりを問題意識として、次章にて ESG ファンドの吟味の際に前提として留意すべき論理的な側面等についての重要と思われる事項につき語っていききたい。

## 2. ESG投資を語る際に加えられるべき考察の例

### 2.1 ファンドにおける ESG 課題の位置づけ

前章で辿ってきたように、ESG を謳うことは 20 世紀においてはマイナーな存在であったが、昨今ではむしろそれに触れることは極めて当然である世の中になってきている。投資において ESG 自体の位置づけは、過去の限られた特別なテーマであった時代から、時の流れとともに努力目標となり、また制約条件となり、さらに必要条件／必須条件と進化を辿ってきたように思われる。

世界の主要な機関投資家から受け入れられている PRI には、第一の原則に「投資分析と意思決定のプロセスに ESG の課題を組み込む」ことが謳われている。PRI は機関投資家が運用する個々のファンド単位に適用される原則ではなく、機関投資家が事業体として受け入れ表明を行うものであるため、たとえばある運用会社が PRI の受け入れ表明を行っていれば、ファンド単位で ESG が謳われてなくても、その会社の意思決定プロセスの中にはいずれかのところで「ESG 課題に関する判断要素が組み込まれている」ものと解釈できるであろう。PRI の主旨からして、そのような行動様式になっていないと、受け入れ表明自体が疑わしいものになってしまう。また、このことは、ファンド戦略として ESG を前面に押し出して謳っているファンドでなくても、何らかの形で ESG 課題を考慮しているファンドが多数存在することを意味するのである。また、現在ではそれが株式だけでなく、あらゆるア

セットクラスにて行われているとすることが出来る。

また、日本版スチュワードシップ・コードの〈原則 7〉には、「機関投資家は、投資先企業の持続的成長に資するよう、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解のほか運用戦略に応じたサステナビリティの考慮に基づき、当該企業との対話やスチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための実力を備えるべきである。」と謳われている。この「運用戦略に応じたサステナビリティの考慮」という表現は、それを考慮することが必須であるのかどうか、運用戦略次第の問題と解釈されるのか、日本語の表現としては PRI に比べてかなり曖昧なところであろう。

ESG と受託者責任を巡っては、歴史的にも長い様々な議論がある。本稿ではそれをなぞることはしないが、いくつかあまり議論されていないと思われる筆者の問題意識を提起しておきたい。一つは、約束された年金給付の確実性を高めること自体、大きな社会的責任を負っているということである。その投資に期待されている成果を上げること自体が「社会的な命題である訳である。そこで説明ができないような投資が行われて年金給付の不確実性が高まれば社会不安をもたらすことになる。ややもすると、投資としての効果が曖昧である「より広範な社会の目的」という言葉の醸し出すイメージ、社会にとってよいことを行う、社会正義といったようなものに議論が押されがちになることもあるが、年金の投資は慈善事業とは異なって成果が求められるのである。その点、PRI は「顧客や受益者にもたらされるリターンに重大な影響を与えるリスクや機会を無視する」ことがないように、すなわち「リターンにおけるリスクや機会」ということを主軸に論じられている。年金等のアセットオーナーはインベストメント・チェーン全体を俯瞰し、ESG をどのように考慮しているか、またそれはどのような経路で ESG に対してどのような効果をもたらすか、そして投資のリターンへはどのように影響するかを解明して評価していく必要があるのである。そのためにファンドの組成・運営側となる運用会社に対して、そのような点に関しての明解な説明を求めていくことが必要となる。

今述べた点とも関係するが、二つ目としては、近年において世界中から関心が寄せられており、社会の一大テーマともなっている ESG の課題への企業の取組みは、当然ながらその企業の評価や今後の経営、存続の可能性にも重大な影響を与えると考えられる。そのような点で ESG 課題が企業にもたらし得るリスクや機会に関心を払わずに銘柄選択を行っているようなファンドであれば（パッシブ運用の場合を除く）、企業に関しての重要な情報を見過ごしていることにもなりかねない。翻って受託者責任を負っている年金等の投資の場合、そのようなファンドを選択することは注意義務の観点からしても問題なしとは言えなくなる可能性もあるだろう。すなわち、将来を見通して銘柄選択を行っていく場合、ESG 課題と言うものは企業の評価に際して避けられないテーマとなっているということである。

大きな点で言及しておきたい点は以上の 2 点であるが、さらに実効性等の点について深掘りしていきたい。

## 2.2 株式投資における ESG 推進への波及の仕方を考える

株式投資の場合、ESG を謳う機関投資家（アセットオーナー、運用会社）あるいはそのファンドは、果たして ESG に関して企業にどのような影響を及ぼし得るのであろうか。

まずは、企業に直接融資する場合や、債券の新規発行に応じる場合との違いを考えてみる。その直接融資を行ったり、企業が新たに発行する債券を購入したりする場合は、企業のキャッシュフローに直接に投資家が関与することになるが、それとは異なり、大半の株式投資家はセカンダリー以下の投資家であって、直接に企業自体のキャッシュフローには関与しない。その投資時点では、企業が既に発行済の株式という有価証券を市場で購入する行為であり、前所有者にとって代わるのである。

株式を購入する時点において、ESG に優れた取り組みをしている企業からという理由だけで購入し、その株価が実際には企業の本来の価値よりかなり割高で、その後裁定が働いて株価が下落したとしたらどのようなことになるであろうか。その投資家が投じた資金は市場価格の下落によって割高であった分の経済的価値は消滅し、企業にも何ら影響を与えることは無い。年金等の社会的使命を担った資金の運用としては由々しきことであり、注意義務を怠っていたとされても仕方がない。このように市場価格はいずれはあるべき水準に収斂するという前提に立てば、何らかの合理的な基準に従って行動することが肝要である。消費者がエコ重視の商品を直接に購入するのとは異なるのである。実際の株価の適正価格の評価は難しいものの、受託者責任に関わる投資であれば ESG 課題をも含めた何らかの説明可能なロジックに従った投資基準や評価の枠組みを持っている必要がある。インベストメント・チェーン全体を俯瞰してそのようなことになっていないと、責任を果たしているとは言えない可能性もある。

このことは、前に引用したアナン氏の PRI に寄せたメッセージの中にあつた、「投資の分析・評価に「持続可能な発展」の観点積極的に組み込まれない限り」というフレーズや、「全てのリスクや機会を十分に評価できる共通のガイドライン」という言葉に通じるところがある。これらからすると、アナン氏も ESG の適正な評価を求めていたのであって、ESG に偏重することを求めていた訳ではないと考えられるのである。

次に、株式を購入して所有者となつてからのことを考えてみたい。前段で触れたのは利潤証券としての株式の側面に近かったが、今度は支配証券としての側面である。市場全体を俯瞰して、ESG の推進という観点からすると、所有者が交代したのであるから、新たに購入した投資家が以前に保有していた投資家以上に企業に影響を及ぼし得るかどうかの問題となる。ただ、市場での売買においては前の所有者（投資家）は分からないので、評価の仕方としては新たな所有者（投資家）が平均的な投資家以上に ESG に対して影響を与え得るかどうかに関心するのがよいであろう。前章で触れたように、投資家の多くが ESG を連呼することによって大きな流れを作っていくステージが既に達成されたとすれば、個々の投資家なりファンドなりが実際にどのように企業に影響を与え得るかが課題となってくる。



ESG を謳うファンドであれば、不特定の多数の投資家と共に声を揃えてシグナル効果をもたらせしていくという第 1 ステージの命題を超えたところで、その新たな保有者は何が差別化された行動であり、どのような実効的な効果をもたらす可能性があるのかを説明する必要があるだろう。

企業の側からすると、年金や投資信託の資金の多くは、名義人がカस्टディ業務を受託している信託銀行名となっていて、個別の機関投資家の名前は企業にはブラインドになっているのが大半である。さらに加えれば、企業側が個々のファンドの運用戦略やターゲットとなる指標の違い等を知ることは稀であろう。そのようにして数多くの投資家、数多くのファンドから投資を受けている中で、よほど影響力のある株式数を保有しているか、あるいは目に止まるような特徴的な意見を寄せているかなどでないといふ個々の投資の存在が意識されることは少ないであろう。

そのあたりまでの認識を含めて、そのファンドによって何か特有のことが可能なのかを、ファンドを提供する運用会社側はきちんと説明する必要がある。企業に届くことがほとんど無いのに、あたかも特別なインパクトを与えることができるようなことを印象づける説明を行うことは誇大広告とも言える不遜な行為である。

このように、運用会社側は購入する時点での評価判断基準等や、また保有してからの行動等で実際に出来得ることを<sup>つばき</sup>具に説明することが求められる。

## 2.3 ESG の手法の投資的な意味

ESG 投資を実践する手法としては、グローバル・サステナブル・インベストメント・アライアンス（GSIA；世界持続可能投資連合）が以下の 7 種類に分類して定義している。

- ESG integration
- Corporate engagement & shareholder action
- Norms-based screening 注) 国際的な規範に違反した企業の除外
- Negative/exclusionary screening
- Best-in-class/positive screening
- Sustainability themed/thematic investing
- Impact investing and community investing

(出所：GSIA「2020 Global Sustainable Investment Review」)

これらの手法の属性を、投資プロセスの観点からさらに括ってみると、次のように分類することができるであろう。

- ① 一連の投資プロセス中で他の要素と共に ESG への考慮を組み入れて総合的に判断

- ESG integration が該当
- ② ESG への取組みの評価によって投資対象企業を絞り込む手法
  - Norms-based screening、 Negative/exclusionary screening、 Best-in-class/positive Screening の3つのカテゴリーが該当
- ③ 特定のテーマにフォーカスした投資
  - Sustainability themed/thematic investing が該当
- ④ ESG の課題について投資した企業経営への積極的な関与
  - Corporate engagement & shareholder action、 Impact investing and community Investing の2つのカテゴリーが該当

このうち、①は ESG 要素を含めて企業を総合的に評価しようとしていることで、PRI や スチュワードシップ・コードが意図したところに近いと考えられ、年金等の投資においても与しやすいと考えられる。

②については、ユニバースを絞ることに対する影響について言及する必要があるだろう。投資理論上は、何らかの制約があったり、対象銘柄の範囲が狭められたりすれば、効率的フロンティアが右下方にシフトし、一部の投資機会が失われることによって無制約の場合よりもポートフォリオのリターン・リスクが劣化する可能性が高くなるからである。

また、③については、年金のような受託者責任を負った資金であれば、なぜその特定のテーマにフォーカスするのか、明解な理由が必要となる<sup>3</sup>。④の企業経営への関与を謳ったファンドであれば、そのファンドがどれくらい企業の経営戦略へ影響を及ぼし得る可能性があるのかの説明が必要になるだろう。

要するに、企業における ESG への取組みが、銘柄選別するための篩（ふるい）としての要件なのか、それがもたらす企業価値なり投資価値なりへの影響を適正に評価しようとしているのか、物言う投資家として企業経営もしくは ESG 自体の推進に積極的に関与しようとしているのか、それらの属性によって議論すべきポイントが異なってくるということなのである。

## 2.4 ESG 評価と資本市場におけるリスクマネーの配分機能

ESG への取組みに対して評価が高い企業の株式を保有すること、そのような企業に投資することは、人々を「社会にとってよいことをやっている」という気分させがちである。また、運用業界ではそのような心理的な効果に付け込んで、ファンドを組成して売りこもうとする力が働いてもおかしくはない。しばしば、よく取組んでいる企業を応援することにな

<sup>3</sup> GPIF は、例えば「S（社会）」の分野では「日本株 女性活躍指数」への投資を行っている。「ESG 指数選定における実務指針」は開示されているものの、数ある S のテーマの中でもなぜそのテーマの指数であったのか、それを採用することの実効性等についてどのように考えているか等、さらに丁寧に説明することが望ましいと考える。

るからよいのである、というような意見も耳にするが、それだけでは曖昧過ぎて説明責任を果たすことにはならず、自己満足だけの世界である。年金基金のように受託者責任を負っていて専門家と同様の判断を求められる投資主体であれば、情緒的あるいは雰囲気だけで投資してよいものではない。

以前にも株式市場の価格形成のことについて触れたが、表現を変えて述べると、株式市場のひとつの側面は、投資家同士が企業の価値について評価をぶつけ合い、値付けをする場であるということである。市場参加者が、この価格であれば折り合ってよいと考えるぎりぎりのところで刻々と株価は決まっていく。例えば、ある投資家がコンセンサスの評価値よりかなり高い価格で取引したとすれば、直に市場価格は裁定されて割高であった分の株価は下落し、あるべき価格に収斂していく。その投資家の投じた資金の一部は市場で消失した形となる。これは委託者、受益者への責任を負う、負託された貴重な資金を預かっている立場としては重大なことである。ESG 課題に積極的に取り組んでいる企業に投資したので高値掴みをして仕方がないだろう、ということで済まされることではない。

さらにマクロ的な視点で言えば、企業価値から明らかに離れたところで取引されることは、社会に存在する有限であって貴重なリスクマネーの配分が歪められ、社会の効率的な資源配分が損なわれ、効率的な経済から遠ざかることになる。この点については、特にわが国では欠けた視点であると思われるため、さらに説明を加えておきたい。

そもそも年金資金をはじめとするリスクマネーは無尽蔵なものではなく、有限で貴重なものであり、それをいかに効率的に活用できるかということは一国の資本市場のパフォーマンス、ひいては経済全体のパフォーマンスと連関する。その点を理解せずに政策的にリスクマネーをある分野に誘導することは、しばしばその配分の非効率性を助長し、低パフォーマンスをもたらす。企業の価値創造能力に対して過剰にマネーが流入すれば、その投資成果は低収益にならざるを得ないのである。それはリスクマネーという世の中の貴重で限られた経営資源の無駄遣いにもなり、社会的な損失をもたらすことになる。深く考えずに、一見「社会的に良いように見える」投資を行おうとすることが、社会的にマイナスとなる行動をとっている可能性があるということである。

したがって、ブームのようなものに流されることなく、市場参加者は冷静で適正な評価を行うことを目指すことが必要である。そのための枠組みをしっかりと作りあげていくことが肝要となってくる。このことは前掲のアナン氏の述べた、「投資家が全てのリスクや機会を十分に評価できる共通のガイドライン」という言葉と通じている。

このような理由で、投資の際には個々の投資家が ESG に対する説明可能な「評価の尺度」を持つこと、あるいは運用会社に対してそれを確認することが必要である。市場のことゆえ、絶対的な評価の基準などは存在しないことは勿論である。それぞれのファンドなり、投資家もしくは運用会社が自らの基準を明らかにすることによって議論が進展して深みが増し、また競い合う結果として市場価格がよりあるべきところに収斂する機能が高まり、社会にとって貴重なリスクマネーの効率配分が行われていくことが期待されるのである。

年金基金等アセットオーナーからすれば、運用会社にその基準の開示と説明を求めるとともに、自らのポリシーや信念と合致していることを確認することが重要となる。

## 2.5 ESG と超過収益

ESG をアクティブ運用の超過収益の源泉として考えること、それが有効であるかどうかは近年しばしば議論が行われているが、支持・不支持の両論があり、完全決着を見ていない。

市場の効率性の観点からすると、シンプルなファクターが超過収益をもたらし続けるということについては、それについての必然的な理論的根拠がない限り懐疑的にならざるを得ない。投資の分野の長い歴史の中で、アクティブ運用の源泉となり得そうな数々のファクターについては実証的な検証が繰り返され、限りなく議論が続けられてきた。そのようなファクターの存在が極めて難しいことは、専門的に投資の業務に携わってきた人ならば誰もが熟知していることであろう。

PRI が語る「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」は以前に述べたようにアクティブ運用の超過収益を指しているのではなく、より広範な社会の目的である「持続可能な発展を遂げる社会」を創り上げることで、それが広く金融の面にも成果として跳ね返ってくることと解釈するのが自然である。しかし、ESG のファクターを超過収益の源泉として謳うファンドも存在している。そのようなファンドについて言及すれば、その投資の時点においては他のアクティブファンドにおけるファクターと同列で、アクティブ運用の超過収益を追求するための手段として ESG ファクターを用いているという位置づけであろう。

アクティブ運用の成功を追い求めることは、投資においては永遠の課題とも言えるほどの壮大なテーマであるが、超過収益の源泉として可能性ありとして目を付けられたファクターは、それが世に広く知られてトライする投資家が増えることによって次第に効果が薄れていくことが常である。仮に過去の3年なり、5年なりという期間で超過収益を獲得できた実績があっても、それが将来を保証するものではないのである。

とくに今世紀になってからは ESG に着眼した運用の規模が著しく増大してきた。過去のパフォーマンスを見る際には、そのことに留意しなければならない。あるテーマがもてはやされた時には、その注目される銘柄群の株価が嵩上げされることがしばしばある。そこに多くの市場参加者が集まってきて取引が活況となる。ウォーレン・バフェットが「株式市場は短期的には人気投票マシンだが、長期的には価値の計量器として働く」と語った如く、株価形成において需給は短期的には大きな影響をもたらすことが多いが、やがてその参加者が大勢になれば嵩上げされた分は剥がれてあるべき水準に落ち着いていく。市場の性格として、あるテーマがもてはやされた時はそのようなことが起こりがちであることを考慮しながら過去のパフォーマンスは評価しなければならない。

ESG の推進が企業価値を増大させる可能性としては、シンプルに考えると、ブランド価

値等の無形資産の評価の向上、あるいはそれがもたらす将来のキャッシュフロー増加要因、また技術力による商品の差別化・競争力の向上がもたらす収益の拡大、ガバナンスの充実がもたらすリスクないしは割引率の低下による株価押し上げ等々が挙げられる。これらについて、市場で着目する投資家が少なかった時代は超過収益を得られる機会が存在した可能性がある。しかしながら、市場参加者の多くが ESG に関する評価を投資の意思決定プロセスの中に組み込むようになれば、そこでの勝算は限りなく五分五分に近づいていく。過去の良好なパフォーマンスは当てにならないのである。誰もが確りと ESG に取組んでいると認める企業、いわゆる「顔の良い」企業に投資するときには追加的な割高の対価を支払わなくてはならなくなった、そのように市場が価格形成を行っていくようになったとしても不思議ではない。

このような意味で、アクティブ戦略の超過収益の源泉として ESG ファクターの採用を謳っているファンドは、それが将来にわたって超過収益をもたらす理由、まさにファンドの「持続可能性」の背景であるが、その理論的な根拠をよく説明することが求められるのである。

## 2.6 ファンドとして投資先企業に影響力を発揮する可能性と限界について

企業に対して積極的に行動することで ESG を改善・推進することを謳うファンドがある。前掲の GSIA が定義したカテゴリーの中にも存在した。そのようなファンドの場合、運用報告において、ある企業経営に対してこのように提言してこのような成果をみたと報告されることもある。しかし、それは複数の投資家が同じ提言・主張をした中でのほんの1ファンド分の意見であったのに過ぎなかったかも知れない。それをまるで自らの成果のように報告することは、甚だ誇大広告とも言えなくもない。

例えば、GPIF のような巨大なファンドが採用したということになれば、その資金規模や共調する投資家も合わせて、企業に対してある程度の影響を及ぼす可能性もあるかもしれない。だが、市場の中でほんの僅かなシェアを占めるに過ぎないファンドないしは運用会社については、一縷の可能性はあることは否定はしないものの、その及ぼす影響力の限界の方が圧倒的に大きいはずである。そのような点に触れずしてプラスの可能性だけを並べて宣伝することは不遜であり、投資家の誤認を誘発する。

特に企業への積極的な関与を売り物にしようとしているファンドについては、なぜそのファンドなり運用会社なりが平均的な機関投資家以上に影響を与え得る可能性があるのかについての根拠に関する説明や、それによって成し得る可能性がありそうなことと、またその限界点と思われるところを明らかにしてきちんと説明すべきであろう。

## 2.7 ファンドにおける ESG 評価の際の着眼ポイントはどうか

本節では多少、ESG の評価に関してのテクニカルな面に触れることにする。

世界中にはありとあらゆる分野の企業が存在し、その展開する事業の性格によっても ESG への各課題への関与の仕方に濃淡があると思われる。それを一律基準、一律ウエイトで評価することは、説得力に欠ける可能性がある。そのあたりの考え方についても、運用会社やファンドはよく説明する必要があるだろう。

また、評価の目線としても、過去から現在までの取り組みについて比重が置かれているか、今後の改善・向上の可能性の大きさについて評価の比重が置かれているかによって、評価の結果が大きく異なってくるかも知れない。そのような点にも留意すべきであろう。ESG を推進するのに全体のことを考えれば、すでにある程度のレベルまで達して改善ののりしろの小さくなった企業よりも、今後に向上させる大きな余地を残している企業がその余地を埋めていく取組みを行った方が、より大きく世の中が動く可能性もあるからである。

さらに、ESG の取組みとして世の中から期待されていること、望まれている水準をどれくらい満たしているかということについては、次第に「良き企業市民」としての当然のモラルや倫理へと定着して、世の中の意識もそのように変化していくと推察される。そのようなコンセンサスが出来てくれば、ESG への取組みはもはやもはや加点ではなく、期待水準からの失点で評価されることになるだろう。投資に際しての評価として今後着眼すべきは、その ESG への取組みが差別化要因、競争力向上の源泉となって追加的なキャッシュフローを生み、新たな価値を創造して世の中に提供できるかというところである。そのためには、ディスクロージャー誌から表面的に読み取れることを一律の基準で評価するのではなく、企業の経営や将来のビジネス展開の深いところまでを分析し洞察した評価が必要になってくるであろう。

これらの視点については、ファンドを提供する運用会社に止まることなく、ESG に関わる指数を提供しているベンチャー等もその基準の考え方や合理性の根拠等について踏み込んでよく説明すべきと考える。

### 3. 年金基金が運用会社と対峙する際に問うべきポイント

#### 3.1 重要ポイントのおさらい

最終章の冒頭にあって、これまで述べてきたことのいくつかのポイントを復唱しておきたい。

ESG 課題を組み込んだ投資は、特に 2006 年の PRI の公表を契機に投資分野におけるメジャーなテーマとなってきた。今までの期間については、そのファンドのクオリティに関する議論は脇に置いておいても、大勢の投資家がそれに着眼すること、関心を寄せていることを発信することが大きな「シグナル効果」となり、世の中の流れ作りに貢献してきた。現在

に至って、ESG への取組みは主要国の国家的な政策の中に組み入れられ、世の中の厳しい目に晒され、また ESG 課題への取組みは「良き企業市民」であるための必須の条件となってきた。ESG 投資も新たなステージの展開を考えるべき時期に差し掛かっている。

ESG の諸課題への取組みが世の中から求められている以上、それは企業の成長性やリスクの評価に影響を持ってくるのは必然である。それは、まさに PRI が目指している「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」ということが具現しつつあるとも言えるのである。

投資家はこれらの環境の進展を注視し、ポートフォリオ組成の際に留意していかなければならない。そして、今後のステージとしては、ESG ファンドのクオリティを問い、ESG の適正な評価の在り方について議論を深めていくことが重要であると考えられる。ESG に関して偏った評価を行うことは有限で貴重なリスクマネーの配分を歪め、無駄にその価値を喪失させるという、社会的にもマイナスになる影響をもたらすので注意が必要である。ファンド特性や投資戦略のそれぞれの目的・狙いに沿って、実効的かどうかを問うことが求められるのである。

年金基金等のアセットオーナーの立場にある者は、これらのことを念頭に置いてファンドや運用会社と対峙していかなければならない。

### 3.2 年金基金が運用会社に説明を求めるべきこと

これまで述べてきたことを踏まえると、年金基金は具体的にどのような方法で ESG 投資に向き合っていたらよいであろうか。まずは自らの ESG 投資に対するスタンスをはっきりさせることが必要になるだろう。そこでは、形は整っているように見えるものの実際には実効的でないような投資ファンドを採用することは避けなければならない。

自らの立ち位置を確認し、またファンドを見極めていく上でも ESG を謳う運用受託機関やファンドに対して次のような質問をすることは有効に思われる。

- a. どのような目的を持って、どのように ESG を考慮するか。その狙うところは何か。ESG は投資プロセスの中でどれくらい優先される事項か。パフォーマンスとの関係はどのような位置づけか。ESG 考慮を条件とすることがファンドのリターンとリスクにどのような影響を及ぼすか。
- b. ESG について銘柄選定の際の評価の内訳項目あるいはスクリーニング基準という以外に、ESG 推進に関しての目標を持っているか。目標があるとすればその成果の具体的な測定の方法は何か。
- c. ESG の評価は企業の過去から今現在における取組みに重点が置かれているか、それとも将来にわたる向上の可能性を含めた見通しに重点が置かれているか。具体的にはどのような分析を行って、それをどのようにポートフォリオの組成に反映させている

か。

- d. ESG の評価は数値化されたもので行われているか。それとも定性的な判断が中心か。
- e. 個別企業のビジネス特性を踏まえて ESG の各項目のウエイトや水準は調整されるか。それとも一律基準による評価を行っているか。その理由は何か。
- f. 個々の企業における株価形成ないしは企業価値評価と ESG への取組みとの関係はどのように捉えているか。ESG の要素はどのようなプロセスを辿ってどれくらい株価に反映されていると考えるか。その評価方法や裏付けとなる根拠は何か。
- g. 当ファンドが株式を保有した場合、平均的な機関投資家以上にその企業の ESG への取組みに対して影響を持ちうると考えているか。その具体的な根拠は何か。

以上に挙げてみた質問項目は序の口の部分の一例にすぎず、ファンド戦略を深掘りして核心に迫るためにはまだまだ問いてみることは数多あるであろう。他にファンドを見るための材料としては、例えば昨年（2021年）に Chartered Financial Analyst（CFA）協会が ESG 商品の開示基準である「GLOBAL ESG DISCLOSURE STANDARDS FOR INVESTMENT PRODUCTS（2021）」を公表している<sup>4</sup>。これは、いわば ESG のプロダクトを投資家が公正に理解し、判断するために必要なディスクロージャー基準が書かれているもので、年金基金がファンドに対峙するときの切り口を考える際の参考になると思われる。

このような対話、デューデリジェンスのプロセスを通じて、年金基金等アセットオーナーは、本当に ESG 投資と位置付けるのに適的なファンドであるかを識別していくことが必要である。そのクオリティを厳密に精査し、受託者責任を負う立場として中長期的に投資に適しているかを判断していくことが求められるのである。

### 3.3 おわりに

本稿では ESG について今日までの歴史的経緯を踏まえた上で、年金基金等のアセットオーナーがその投資と対峙する際に着眼すべきポイントを述べてきた。とりわけ、今後において必要なことは、投資の意思決定の中で ESG の位置づけを明らかにしていくことと同時に、それがパフォーマンスに及ぼす影響や実際に ESG に対して何を成し得るか等につき、運用会社に対して説得力のある説明を求め、クオリティを見極めていこうという点であった。

本稿の視点は、他の投資の分野、例えば投資信託などにおいても適用可能と考える。投資信託の場合は、年金分野のようにその投資を実行する運用会社が年金基金等のアセットオーナーと対峙して議論する機会はないものの、ESG を謳うファンドにおいて着眼すべき点は変わる訳でもなく、積極的に進んで説明が行われることが望まれる。そのファンドの考え

---

<sup>4</sup> <https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/ESG-standards/Global-ESG-Disclosure-Standards-for-Investment-Products.pdf> を参照されたい



方の背景、運用の方針からプロセスに至るところの開示が説得力を伴うような形できちんと行われていかなければ、ファンドのクオリティについての疑義が生じ、「名ばかりファンド」や「グリーンウォッシング」等の汚名を晴らすこともできないであろう。

また、ESG 投資に関する議論やレポーティングの際、当分野の専門家による場合だけでなく、マスメディアの報道等においてもその範囲や定義をできるだけ明確にして伝えていくことが、空疎な期待や感覚論を排除し、よりこの投資の本質に迫っていくことにつながると考えている。

本稿で述べてきたことは、いわゆる ESG 投資について年金基金等の投資家が「全てのリスクや機会を十分に評価できる」ためのガイドラインについての話を出発点として、さらに深くファンドを本質的な部分を炙り出していくためのものであった。今後、ファンドのクオリティや実効性について、どのような視点で洞察し評価を行っていくべきかの議論をさらに深めていくことによって、この分野のファンドも淘汰され、より洗練されたものが生き残るようになっていくものと考えている。

本稿が全てのことに言及できている訳ではないが、年金基金等アセットオーナーの役に立つとともに、今後の ESG 投資に関する議論の深耕に少しでも貢献できれば幸いである。

以上

#### 《参考文献》

- ・ UNEP (2006) 「責任投資原則 Principles for Responsible Investment」 棚橋俊介氏訳
- ・ PRI のウェブサイト「責任投資原則 2021」
- ・ 「経団連企業行動憲章 実行の手引き」 (「良き企業市民」の言葉の出典)
- ・ ニッセイ基礎研究所「年金ストラテジー (Vol.313) July 2022」
- ・ 「オルイン summer 2022 vol.64」 (「年金プロダクト需給調査 2022」)
- ・ 金融庁のウェブサイト「スチュワードシップ・コード」 関連ページ
- ・ 世界持続可能投資連合 (GSIA) のウェブサイト「2020 Global Sustainable Investment Review」
- ・ GPIF のウェブサイト
- ・ 日経ビジネス 2008. 5. 26. 特集「世界の賢者が明かす 市場動乱「今こそ好機」  
(P. 12 ウォーレン・バフェットの言葉の出典)
- ・ 日本年金学会編『人生 100 年時代の年金制度』(法律文化社) 第 12 章