

産業研究（高崎経済大学地域科学研究所紀要）第51巻第1・2号

イギリス機関投資家にみる 環境・社会に配慮した投資行動の研究

水 口 剛

Study on the Investment Behavior with Environmental and Social
Considerations Based on Observations of British Institutional Investors

TAKESHI Mizuguchi

(Received 1 October, 2015 ; Accepted 23 November, 2015)

Abstract

There is an increasing trend that institutional investors integrate environmental, social and corporate governance (ESG) issues into investment decision making process. The question is how much impact this trend has on the environmental and social issues in the real world. In order to investigate this question the paper has focused on the competitive market circumstances of ESG research agencies and argued that motives of institutional investors on integration of ESG consideration would have significant influence on the direction of the ESG research among the research agencies. Then the paper has examined the motives of institutional investors who are the signatories of United Nations backed Principles for Responsible Investment (PRI) by using the data which the signatories submitted to the PRI. It has clarified that there are three types of motives in which institutional investors integrate ESG issues into their investment decision making, which are ethical, financial and universal ownership motivations. Finally it has concluded that if universal ownership motivation become a main reason for ESG integration, then the integration of ESG consideration into investment decision making would have positive impact on the environmental and social issues in the real world more than the case of other motivations.

I はじめに

機関投資家が投資判断の際に投資先企業の環境・社会的側面を考慮するという考え方は、欧米では一定の範囲で実務化され、日本でも受け入れられ始めた。ではそのような実務の広がりには、私たちが直面する環境問題や社会的課題にどのような影響があるのか。すなわち環境・社会に配慮した投資が広がることで、環境問題や社会的課題は改善につながるのか。

その答えは、実際に投資先を調査して運用を行う運用機関や、運用機関に代わって企業の環境問題や社会問題への関わりを調査して評価する評価機関が、多様な環境・社会問題の中の何に着目して、どのような評価を行うかに依存する。そして運用機関や評価機関が環境や社会の要素をどのように評価するかは、運用機関に運用を委託する側の年金基金等が、委託先を選択したり、運用状況の評価をしたりする際に、環境や社会の考慮に関してどのような要求をするかに左右される。それは、年金基金等が、なぜ投資方針の中に環境や社会への配慮を組み込むのかという、彼らの目的や動機に関わっている。そこで本稿では、欧州の機関投資家による環境・社会配慮行動の動向を、その動機に着目して探求していくことにしたい。

まず第1章で、責任投資と呼ばれる環境・社会的側面を考慮した投資の現状を概観し、分析の視点を提示する。第2章では環境や社会の要素を実際に調査する評価機関に着目し、その業界の構造と評価の方法を確認する。第3章では責任投資の方針を決定し得る立場にある年金基金等の資産保有者に焦点を当て、彼らが責任投資を行う動機を検討する。以上を通じて欧州機関投資家の環境・社会配慮投資の動向を明らかにし、そこからどのような示唆が得られるのか考察していくことにしたい。

1. 環境・社会配慮投資の現状と分析の視点

1.1 責任投資の国際動向

投資の意思決定に環境問題や社会的な要素を考慮するという考え方は新しいものではない。1920年代にはアメリカやイギリスのキリスト教会の基金が投資先から酒、タバコ、ギャンブルに関わる企業を除外するという行動をとっており、これは倫理投資 (ethical investment) または社会的責任投資 (socially responsible investment : SRI) と呼ばれた。1970年代には反戦運動や反アパルトヘイトの影響を受けた株主行動が教会の基金だけでなく、労働組合や大学の基金、一部の地方公務員年金でも行われるようになった。1990年代には環境や社会に配慮する企業への投資が高利回りにつながるとする投資商品も登場した。しかしこの頃まで環境や社会を考慮する投資はアメリカでも市場の1割程度といわれ、限定的なものであった。その状況を大きく変えたのは2006年の国連による責任投資原則 (Principles for Responsible Investment : PRI) の公表である。

PRIは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・コンパクトの共同プロジェクトとして策定された原則で、機関投資家が投資先の選別や株主行動などの際に環境、社会、コーポレートガバナンスの要素を考慮することをうたったものである。このとき、環境、社会、コーポレートガバナンスの英語の頭文字をとって「ESG」と略したことから、責任投資は、別名、「ESG投資」とも呼ばれるようになった。この原則の特徴は、環境

や社会的要素の考慮は資金の一部で行う特殊な投資行動ではなく、運用資金のすべてで行うことだという考え方を示した点にある。賛同する機関投資家には署名を求めており、署名機関は2015年7月末時点で1389機関、その運用資産総額は59兆ドルに達するといわれる。この原則が責任投資を一部の特殊な投資行動から、いわゆるメインストリーム（主流投資家）の関心事の1つに引き上げたことはたしかであろう。

PRIに署名しなくても責任投資を行うことはあり得るので、責任投資の全体像を過小評価する可能性はあるが、署名機関の内訳を見ることで、責任投資のおよその傾向をつかむことができる。PRI事務局は、署名機関を①資産保有者（Asset Owner）、②運用機関（Investment Manager）、③サービス提供者の3つに区分しており、上述の1389の署名機関のうち、資産保有者として署名しているのは286機関、運用機関が909、サービス提供者が194である。第1表に資産保有者及び運用機関の国別の署名機関数を示した。資産保有者の署名が一番多いのはイギリスであり、オランダ、オーストラリアが続く。上位5カ国の資産保有者数を合計すると157機関となり、資産保有者全体の54.9%となる。第1表に示した15カ国の資産保有者の合計は262機関で、全体の91.6%である。運用機関ではアメリカ、イギリス、フランスの署名が多く、上位5カ国で全体の58.4%、上位15カ国では87.9%となる。このように署名機関の多い国は欧米の一部に集中しており、責任投資とはこれらの諸国が主導する動きであることが分かる。

第1表 国別PRI署名機関数

資 産 保 有 者			運 用 機 関		
国 名	署名機関数	比 率	国 名	署名機関数	比 率
イギリス	42	14.7	アメリカ	174	19.1
オランダ	36	12.6	イギリス	126	13.9
オーストラリア	33	11.5	フランス	115	12.2
カナダ	24	8.4	オーストラリア	73	8.0
アメリカ	22	7.7	オランダ	43	4.7
(小計)	157	54.9	(小計)	531	58.4
ブラジル	17	5.9	スイス	42	4.6
ドイツ	17	5.9	カナダ	32	3.5
スウェーデン	16	5.6	南アフリカ	32	3.5
フランス	11	3.8	ブラジル	30	3.3
フィンランド	10	3.5	ドイツ	27	3.0
ニュージーランド	8	2.8	スウェーデン	24	2.6
スペイン	8	2.8	フィンランド	23	2.5
日本	6	2.1	日本	22	2.4
ノルウェー	6	2.1	スペイン	20	2.2
スイス	6	2.1	デンマーク	16	1.8
(小計)	262	91.6	(小計)	799	87.9
署名機関合計	286	100.0	署名機関合計	909	100.0

出典：PRI web サイト (<http://www.unpri.org/>) を基に筆者作成。

1.2 日本における環境・社会配慮投資の状況

日本では1999年に投資先の選択に環境の要素を組み込んだ投資信託のエコファンドが登場して以来、個人向け投資信託としてのSRIFファンドは一定数商品化されてきた。また2008年のワクチン債を契機に社会貢献型債券の発売も始まった。しかし両者を合わせた資産残高は、2015年6月末時点の集計では8,720億円といわれ³⁾、2014年時点で21兆3,580億ドル(約2,562兆9,600億円)といわれる世界のSRIF残高⁴⁾の0.1%にも満たなかった。また、PRIへの署名機関数を国別でも日本は資産保有者、運用機関ともに13位で、アジアでは最も多いが、世界における存在感は大きくなかった。

しかし2014年2月に金融庁主導で「日本版スチュワードシップ・コード」が公表されたことを契機に、大きな進展がみられた。同コードは投資先企業との建設的な対話を通じて中長期的な価値創造に努めることをうたったもので、法的な強制力はないが、2015年8月末時点で197の機関投資家(信託銀行、投資顧問会社、年金基金等)が自主的に受け入れ表明をしている⁵⁾。国民年金と厚生年金の積立金を運用する年金積立金管理運用独立行政法人(Government Pension Investment Fund: GPIF)も2014年5月に受け入れ表明した。

2015年6月には機関投資家の対話の相手方となる企業向けの「コーポレートガバナンス・コード」が正式に導入され、東京証券取引所上場企業に適用となった。このコーポレートガバナンス・コードは、第2章の「ステークホルダーとの適切な協働」の中で「いわゆるESG(環境、社会、統治)問題への積極的な対応もこれに含めることも考えられる」との考え方を示し、原則2-3の中で「上場会社は、社会・環境問題をはじめとするサステナビリティ(持続可能性)を巡る課題について、適切な対応を行うべき」と明記するなど、環境問題や社会的課題に関する企業の対応が機関投資家との対話のテーマとなり得ることが明確になった。これらのことを受けて、公的年金としては世界最大のGPIFも2015年9月にPRIへの署名を発表したのである。したがって機関投資家が環境問題や社会的課題をどのように考慮するかは、今後、日本でも重要な論点になると考えられる。

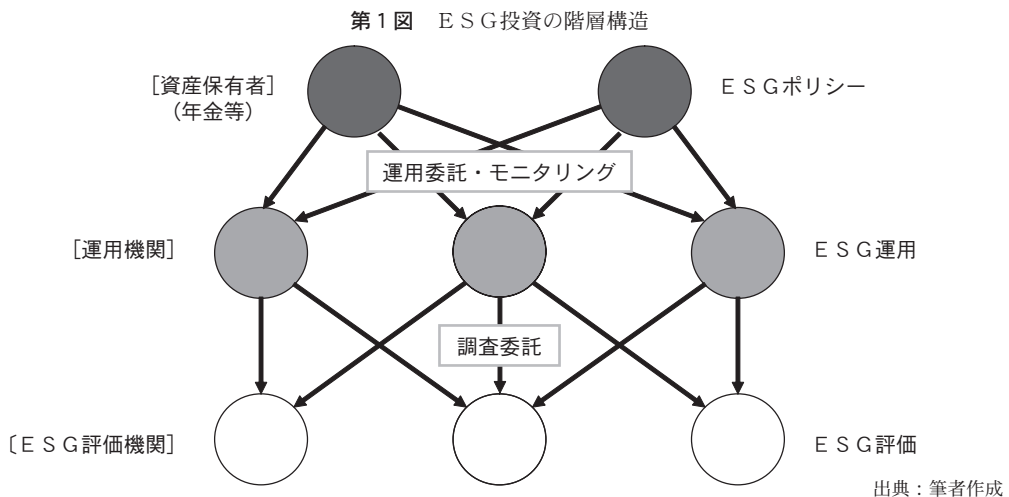
1.3 ESG投資の階層構造と分析の視点

それでは、環境や社会の要素を考慮する投資(以下、ESG投資)とは、実際にはどのように行われているのか。その実態を理解するためには、ESG投資の階層構造を理解する必要がある。年金などの機関投資家が運用対象とする資産の種類(資産クラス)は、上場株式、国債、社債、非上場株式(プライベート・エクイティ)、不動産、インフラストラクチャーなど多様であり、それぞれESG投資の方法も異なるが、本稿ではESGの評価を組み込むことが最も進んでいる上場株式への投資に焦点を当てる。上場株式に着目すると、企業のESGに関する評価を投資判断に組み込むプロセスは、第1図に示すように、複数の組織が関わる階層構造になっている。年金基金などの資産保有者(asset owner)は、資産を自ら運用する場合もあるが、通常は、資産の一部または全部の運用をいくつかの運用機関に委託している。ESG投資をする場合は、それを条件の1つとして運用機関に指示することになる。

投資顧問会社や信託銀行などの運用機関は、年金基金などからの指示に基づいてESG投資を行う。その場合には、通常の財務的な判断とは別に、投資先企業のESGに関連する情報(E

SG情報)を収集し,その情報に基づいた評価(レーティングやランキングなど)を行う必要がある。これをESG評価ないしESGリサーチと呼ぶ。通常の財務的評価にESG評価を加味して行う投資がESG投資である。その際,運用機関自身が内部にESG評価のためのチームを持っていることもあるが,外部のESG評価機関の情報も利用する。ESG評価機関は広範な企業のESG情報を収集し,レーティングやその基になる詳細情報などを運用機関に提供している。1つの運用機関が複数の評価機関の情報を利用することも多い。このように網の目のように張り巡らされた分業体制の中で実際のESG投資が行われているのである。

したがってESG投資が環境や社会に対してどのような影響を持つかは,この階層構造に即して考える必要がある。特に,階層構造の下部に位置する運用機関やESG評価機関の数が多く,機関によってESG評価の内容が異なる場合には,どのような運用機関やESG評価機関が選ばれるかによって,同じESG投資といっても,環境や社会に対して与える影響が異なり得る。そして運用機関や評価機関の数が多くて競争的な環境にある場合に,どのような運用機関や評価機関が選ばれるかは,階層の頂点に位置する年金などの資産保有者が何を目的にESG投資を行うのかという動機に影響される。そこで第2章では,ESG投資の質を底辺で支えるESG評価機関に焦点を当て,その業界の構造と評価の方法を検討する。第3章ではESG評価の方向を左右する資産保有者に着目して,その動機を考察し,最後にこれらの検討から得られる示唆を提示することにした。



2. ESG評価機関業界の構造と評価の方法

2.1 G I S Rデータベース

運用機関が利用するESG評価機関(rating agencyまたはresearch agency)の数が急激に増えていることから,アメリカの責任投資関連のNPOであるCERESとテラス研究所(Tellus Institute)が中心になり,ESG評価の透明性と品質を高めることを目的に,2011年にGISR(Global Initiative for Sustainability Ratings)と称するイニシアティブが立ち上げられた。彼らは2015年に新たに「コア(A Center of Rating Excellence: CORE)」と呼ばれるプログラムを

開始し、その一環でESG評価機関に関するオンライン・データベースを構築した。本章では、このデータベースの2015年6月時点の情報を基にESG評価機関の業界構造を検討する。

この時点でデータベースには83のESG評価機関による358件のESGリサーチ商品が登録されている。ここでいうESGリサーチ商品とはランキング（順位情報）、レーティング（評価情報）、インデックス（指数）の3種類である。

ランキングとは、企業のESG評価に基づいて対象となった企業を順位づけしたものであり、レーティングとは各企業のESG評価結果をA、B、Cなどの水準で表したものである。ランキングやレーティングは、消費者向けと投資家向けの両方があり、投資家向けの場合、これを他の財務情報等と組み合わせて投資先を選択するアクティブ運用やエンゲージメントの材料として使用するものと思われる。一方ここでいうインデックスとは、これらのESG評価を基に一定数の企業を選んで指数化したもので、主として投資家向けである。投資家はこれを、ESG運用のベンチマークやインデックス運用に使用するものと考えられる。

データベースに登録されている商品の数を見るとインデックスが59%と最も多く、レーティングが9%、ランキングが33%となっている。評価の分野では、ESG全体を対象とするものが52%で半数を占めるが、社会問題のみも34%あり、環境問題のみが12%、ガバナンスのみが2%となっている。主な情報の提供先は投資家向けが66%で最も多いが、消費者向けの商品も31%含まれており、企業向けが3%である。

2.2 ESG評価機関の勢力図

各評価機関は必ずしも売上高や経常利益などの財務情報を公表していない。顧客となっている運用機関がどこかという情報も不明なことが多い。MSCIやFTSEのように多様なインデックス商品の一部としてESGインデックスを提供しているケースもあるため、どこがESG評価機関の大手か、といった勢力図を厳密に特定することは難しい。

そこでまず、データベースに掲載された商品数を基礎として、評価機関の業界構造を概観してみたい。多数の商品を展開しているということは、組織力の高さや業界における影響力の大きさを一定程度表していると想定されるからである。データベースに掲載された商品数が15件以上の評価機関を大手、5件以上の評価機関を準大手と考えて一覧にしたものが第2表である。

ここからいくつかの特徴が明らかになる。まず、提供商品数15以上の大手評価機関6社だけで224件の評価商品を提供しており、データベースに掲載された358件の62.6%を占める。提供商品数5以上の準大手を加えると、商品数は270となり、全体の75.4%である。すなわち358ものESG評価商品があるというが、そのうちの4分の3は第2表に掲載した13社が提供しているのである。

このうち提供商品の最も多いグレート・プレース・トゥ・ワーク・インスティテュート（Great Place to Work Institute）は異質である。彼らが提供するのはすべて企業のランキングであり、提供先も消費者向けとなっている。具体的にはアジア、アフリカ、アメリカ、ヨーロッパなどの地域別、国別に働きやすい企業のランキングを作成している。これを除くと、残る大手5社はすべて投資家向けで、インデックスが中心であることがわかる。つまり商品数で見ると、評価情報をできるだけ多くのインデックス商品に置き換えている機関が大手なのである。この

場合のインデックス商品には2つのタイプがある。1つはFTSE 4 Good インデックス・シリーズやダウ・ジョーンズ・サステナビリティ・インデックス（Dow Jones Sustainability Index）のようにESG全般を評価したインデックスであり、もう1つは化石燃料の排除やクリーン・テクノロジーなど、特定のテーマに焦点を当てたインデックスである。

また、インデックスの設定方法の面から大手5社は大きく2つのタイプに分けることができる。評価機関が自らインデックスを設定するケースと、自らは評価だけを担当し、インデックス設定機関に情報を提供するケースである。前者の典型はMSCIとFTSEである。この両社はインデックス企業の大手で、ESGインデックス以外にも多くのインデックス商品を提供している。インデックス大手という金融業界における地位が、ESG評価においても強みになっていると見ていいだろう。

ECPIはやや異質で、イタリアのミラノにあるボッコニ大学（Universita Bocconi）の研究プロジェクトの成果を基に、1999年に設立された機関であり、ESG評価の専門である。同社は自らインデックスを設定しているが、MSCIやFTSEのようにESG以外の多様なインデックス商品を提供しているわけではない。

一方、後者のタイプの典型はサステナリティクス（Sustainalytics）である。同社はESG調査の専門企業だが、S&Pダウ・ジョーンズや欧州を基盤とするインデックス企業のSTOXXなど、複数のインデックス企業に評価情報を提供することで発言力を得ている。また、ロベコサム（RobecoSAM）は、元々ESG運用の専門だったサム（SAM）が資産運用大手のロベコ（ROBECO）社のグループ入りしたもので、自ら資産運用を手掛ける運用機関であるが、インデックスの面ではダウ・ジョーンズ・サステナビリティ・インデックスに情報提供しており、後者に分類できる。

第2表 ESG評価機関大手・準大手一覧

機 関 名	ESGリサーチ商品数				本 拠 地
	インデックス	レーティング	ランキング	合 計	
<大手>					
Great Place to Work Institute	0	0	92	92	米国・サンフランシスコ
RobecoSAM	40	0	0	40	スイス・チューリッヒ
ECPI	29	0	0	29	ルクセンブルク
MSCI	21	2	1	24	米国・ニューヨーク
FTSE	22	1	0	23	英国・ロンドン
Sustainalytics	12	1	3	16	オランダ・アムステルダム
小計	124	4	96	224	
<準大手>					
Vigeo	9	1	0	10	フランス・パリ
Bank J. Safra Sarasin	8	0	0	8	スイス・バーゼル
Bloomberg New Energy Finance	6	0	0	6	米国・ニューヨーク
Oekom research	5	1	0	6	ドイツ・ミュンヘン
Ratings Intelligence	6	0	0	6	英国・ロンドン
Trucost	5	0	0	5	英国・ロンドン
Hong Kong Quality Assurance Agency	5	0	0	5	中国・香港
小 計	44	2	0	46	
合 計	168	6	96	270	

出典：G I S Rハブ・データベース（<http://ratesustainability.org/hub/index.php?search/>）より筆者作成。

2.3 レーティング商品の特徴と評価方法

以上のように限られた評価機関が多数のインデックスを手掛けることでESGリサーチ商品の数は増えているが、アクティブ運用やエンゲージメントにESGの要素を組み込むためには、より詳細なレーティング情報が必要となる。そこで次にレーティング商品に焦点を当てることにしたい。

第3表は、データベースに掲載されたレーティング商品のうち投資家向けで、調査対象企業が1,000社以上のものの一覧である。各レーティング商品が実際にどれほどの運用機関に採用されているかは不明だが、対象企業数が多いほど、幅広い運用に対応していると考えられる。これを見ると、インデックスとは異なり、レーティングでは各社とも提供する商品は1つか2つに絞られることが分かる。

調査対象企業が一番多いのはチューリッヒを本拠とするESG調査専門のレプリスク(RepRisk)である。他に、3000社以上をカバーしているのはMSCI、トムソン・ロイター(Thomson Reuters)、ISS、ウーコム・リサーチ(Oekom Research)、EIRISの6社である。インデックス大手のMSCIとFTSEも含まれているが、勢力がより分散していることが分かる。⁶⁾

それではレーティングとは具体的にはどのように行われているのか。レーティング大手の一角であるEIRISの場合、⁷⁾環境、社会、コーポレートガバナンスの各項目を細分化して110の調査項目を設けている。各調査項目の性質に応じて、方針があるか、マネジメントシステムや数値目標があるか、データが開示されているか、などの評価の視点が決められており、調査ガイドラインにまとめられている。この調査ガイドラインがいわば固有のノウハウであり、ここに同社の専門性が凝縮されていると言ってよい。アナリストは四半期ごとに調査を担当する一定数の企業を割り当てられ、ガイドラインに沿って企業の開示情報や業界団体のデータ、国際機関やNGOの情報などを幅広くリサーチして、項目ごとに主として5段階で点数づけをする。そのデータを基に、項目間のウエイト付けをして、環境や社会の分野ごとに5段階の評価をし、それらを総合して企業全体の総合評価が決まるのである。

顧客である運用機関には、単にレーティング結果だけを提供するわけではなく、オンラインのデータベースによって詳しい評価情報が提供されている。調査対象企業の最終的な評価はAからEまでの5段階で表されるが、その評価の基礎となった項目ごとの評価にブレイクダウンすることができ、さらにその背景にある記述情報までたどれるようになっている。顧客はこのデータをカスタマイズして独自の評価をすることも可能である。また、ESGに関連して新たに生じたテーマについて適宜レポートを公表し、それを踏まえて調査ガイドラインも随時改定されている。これらを通じてESGに関する最新の動向を反映するよう配慮されている。

このようにEIRISの調査は専門性が高く、詳細なものだが、その基本的な方法論はロベコサムやウーコム・リサーチ、MSCIなどと共通である。⁸⁾すなわち①環境問題や社会的課題を細項目にブレイクダウンし、②項目ごとに評価の視点(クライテリア)を決め、③それに依って情報を集め、④項目別に点数化した上で、⑤ウエイトを付けて総合し、⑥評価を決める、というのが多くの評価機関に共通するレーティングの基本構造である。⁹⁾違いは、項目をどのように分類し、どのような視点で評価するかというクライテリアと、それを総合する際の点数化の仕方である。EIRISの例でいえば調査ガイドラインに当たる部分の違いが、各評価機関

の違いを生んでいるのである。

それでは、これらの評価を利用する運用機関は、どのような基準で評価機関を選ぶだろうか。評価の質と価格の両面を勘案すると仮定した場合、質の面で違いが見えなければ価格競争に陥る可能性が高い。そこで、評価の質とは何かが重要になる。レーティング商品の質とは「評価の信頼性」と言い換えられるが、これは少なくとも①評価基準の適切性と②調査能力という2つの要素から成り立つと考えられる。評価機関に、重要な情報を見落とさずに収集できるという調査能力が求められることは言うまでもない。言語の問題もあるため、EIRISでは日本語、中国語、ロシア語などを専門とするアナリストを抱えている。調査対象とする企業のカバレッジの広さも調査能力の一部である。

一方、評価基準の適切性とは、企業のESG要素を適切に評価できる基準になっているか、ということであるが、この場合、ESGの「適切な評価」とは何かが問題になる。それは、環境問題や社会的課題の解決に最も貢献している企業を抽出しうる評価であるのか、あるいは企業にとってのESGリスクをより正確に表す評価なのか。この2つの視点は、長期の時間軸でみれば一致する可能性もあるが、短期的には一致しないかもしれない。したがって時間軸をどうとるかによっても評価の適切性は変わってくる。その判断をするのは、顧客である運用機関の側であり、運用機関は委託者である資産保有者の目的に沿って評価機関を選ぶことになるだろう。

すなわち、ESGの適切な評価が何であるかは「ESG評価とは何を評価することなのか」という定義に依存し、その定義は「何のためにESGを評価するのか」という目的に依存するのである。それゆえESG投資の目的を規定する資産保有者の動機が重要になる。次章ではこの点を検討していくことにしたい。

第3表 主なレーティング商品一覧

ESG評価機関	レーティング商品	分野	対象企業数	本拠地
RepRisk	RepRisk Index	ESG	50000	スイス・チューリッヒ
MSCI	MSCI ESG Impact Monitor	ESG	—	米国・ニューヨーク
	MSCI ESG Intangible Value Assessment	ESG	5001	
Thomson Reuters	Thomson Reuters Corporate Responsibility Ratings	ESG	4601	米国・ニューヨーク
Institutional Shareholder Services (ISS)	ISS Quick Score 3.0	G	4501	米国・ロクヴィル
Oekom Research	Oekom Corporate Rating	ESG	3501	ドイツ・ミュンヘン
EIRIS	EIRIS Global Sustainability Ratings	ESG	3000	英国・ロンドン
	EIRIS Carbon Risk Factor	E	3000	
Covalence	Covalence Ethical Snapshots	ESG	2800	スイス・ジュネーブ
Inrate	Inrate Climate Change Assessments	E	2600	スイス・チューリッヒ
	Inrate Sustainability Assessments	EG	2501	
FTSE	FTSE ESG Ratings	ESG	2401	英国・ロンドン
CDP	CDP Climate Disclosure Score	EG	2201	英国・ロンドン
	CDP Climate Performance Score	E	1901	
Vigeo	Vigeo Rating	ESG	2001	フランス・パリ
Ethos	Ethos Sustainability Ratings	ESG	1650	スイス・ジュネーブ
Verisk Maplecroft	Verisk Maplecroft Sustainability performance benchmark	ESG	1000	英国・パース

出典：GISR ハブ・データベース (<http://ratesustainability.org/hub/index.php?search/>) より筆者作成。

3. 資産保有者の責任投資方針にみる環境・社会配慮行動の動機

3.1 PRIに署名した資産保有者の概要

ESG投資の階層構造の中で、運用機関は実際の投資判断にESGを組み込む位置にいて、責任投資の現場の担い手として重要だが、資産保有者はその運用機関に対してESGを組み込んで運用することを委託し、その状況を評価する立場にある。つまり投資の流れの上流に位置して、投資方針を決定し得るのが資産保有者なのである。それゆえここでは資産保有者に焦点を当ててみたい。

まず、責任投資にコミットしている資産保有者とはどのような機関なのか、その概要を確認しておこう。PRIに署名した機関は、署名後1年間の猶予期間を過ぎると、原則の実施状況についてPRI事務局にオンラインでの報告を求められる。報告すべき内容はレポートング・フレームワークと称する詳細なフォーマットで決められており、PRI事務局は報告内容を、一部を除いて、ホームページで公開している。透明性報告(Transparency Report)と呼ばれるこの報告書を見ると、各署名機関がどのような組織で、何をしているのかが分かる。そこで、資産保有者の署名が一番多いイギリスについて、42の署名機関のうち報告を見ることのできる31機関の内訳を整理して第4表に示した。

イギリスの年金制度は日本に似て3層構造となっており、政府が提供する国家年金(state pension)の上に企業や政府等の職員を対象にした職域年金(occupational pension)があり、その上に任意の個人年金がある。この職域年金の一種として地方政府職員と公共セクター職員を対象にした「地方政府年金制度(Local Government Pension Scheme: LGPS)」があり、北アイルランドを除くイギリスの各地に全部で101(2015年7月31日時点)の年金基金が設立されている。そのうちの6つがPRI署名機関である。この地域ごとの年金基金の存在が署名機関数を底上げしているとも言えるし、まだ101基金のうちの6基金でしかないとも言えるだろう。そのほか環境庁や北アイルランド地方政府、鉄道職員の年金など、公的年金の署名が比較的多い。民間企業の企業年金で署名しているのはBTやBBCなど5社であった。助成基金や教会系のファンドなどの署名が多いのもイギリスの特徴である。

このような署名機関の傾向は国によって異なっており、たとえばオーストラリアでは報告のあった31の署名機関のうち22が公的年金、カナダも16機関中11機関が公的年金だった。一方ブラジルでは16機関中9つが企業年金である。それでは、これらの署名機関はどのような動機で責任投資をしているのだろうか。

第4表 イギリスのPRI署名機関(資産保有者)の内訳

組織のタイプ	内 訳	署名機関数
公 的 年 金	地方政府年金制度(LGPS)	6
	その他(環境庁、鉄道、非営利組織、北アイルランド地方政府など)	7
企 業 年 金	一般企業(BBC, BP, BT, Shell, Marks & Spencer)	5
	その他(大学職員(US\$), 郵便職員, 英国教会)	3
基 金	エジンバラ大学、教会系、助成基金等	6
保 険	Lloyds Banking Group, Old Mutual	2
そ の 他	開発金融機関・森林ファンド	2
合 計		31

出所：PRIの各署名機関による「Transparency Report」を基に作成

3.2 責任投資の動機

上述のレポート・フレームワークでは、冒頭に各署名機関が責任投資に関する方針を持っているかを聞き、方針がある場合にはその内容を開示するよう求めている。この責任投資方針から、責任投資を行う動機を読み取ることができる。そこで、署名機関の一番多いイギリスに焦点を当て、責任投資方針の内容を確認した。すると、報告を見られるイギリスの31の署名機関のうち、30機関が責任投資方針またはそれに代わる何らかのガイダンス文書を持っていると答え、27機関がその内容を、ウェブサイトを通じて開示していた。そのうち、責任投資方針からその動機を読み取ることができたのは22機関であった。

最も典型的なスタンスは、「ESGを考慮することは投資価値に関わる」とするものである。たとえばロンドン地区の地方政府年金制度の1つであるロンドン年金基金オーソリティは、年金法に基づく投資原則書（Statement of Investment Principles）の中で「投資先企業における環境、社会、コーポレートガバナンスに関わる最善の実務が最善の長期的利益をもたらすと信じるので、それを促進する」と記し、「責任投資」と題する章を設けて「ESGを区別して考えることをやめ、運用機関がそれを主要なアプローチの一部として理解し、扱うことを期待する」と述べている。また環境年金基金も投資原則書の中で「ESG問題は基金の財務パフォーマンスに負の影響を与え得ると認識している」として「投資戦略の中で考慮すべきだ」と書いている。彼らがコミットしているのは「ESG問題を長期的な運用成果に影響を与える要因だと考える」ということである。受益者の年金資産を守り、必要な利回りを上げ続けるという目的のためにはESGも考慮する必要がある。したがってそれも運用やエンゲージメントに組み込むというのである。そのコミットメントを具体化するのは多くの場合、運用機関の役割である。資産保有者が実際にするのは、運用機関の選任や契約の際にESG要因を考慮することを要請し、実施状況をレビューすることである。

一方、異なるスタンスを表明している機関もあった。たとえば英国教会年金基金は、「倫理的投資方針書」と題した文書を公表し、「倫理的投資の考慮は英国教会の誓約と使命の不可欠の一部をなす」「キリスト教の価値と相いれない活動に資本を提供し、またはそこから利益を得ることによって教会の誓約の信頼性と有効性を傷つけることは避けなければならない」と述べている。つまり聖職者のための年金は、その運用においても教会の価値を貫徹するとコミットしているのである。エジンバラ大学基金は「責任投資方針書」という文書の中で、倫理的観点から運用委員会の行動の自由の一定の制約を課すと明言し、その基本的な判断基準は「大学の建学の理念を反映した、あるいはより広範な社会、環境、人道主義的見地からみた大学の価値体系に反していないかどうかである」としている。

一方、4000以上の非営利組織が加入する共同の年金基金であるペンション・トラストは、「責任投資方針書」の中で「ESG要因は財務パフォーマンスに影響があると信じる」として責任投資にコミットする一方、「責任投資と倫理的投資は違う」と題して「倫理的投資は倫理的な価値観に基づいて特定の企業や行動を除外する特別な投資スタイルであり、責任投資と混同すべきでない」と述べている。その上で「基金のメンバーである各非営利組織には、自らの倫理的懸念を投資に反映する機会が与えられるべきだ」との立場を示し、倫理的投資の選択肢を提供している。

このいずれとも一線を画したコミットメントを表明しているのが、大学教職員のための年金である大学年金基金 (Universities Superannuation Scheme : U S S) である。U S S が公表している「責任投資戦略」の内容は多岐にわたるが、その中に次のような記述がある。「U S S はユニバーサル投資家としてその役割を果たす。それは、基金の投資利益が、個々の企業や産業だけでなく、経済全体からの利益によって影響を受ける投資家である。それゆえU S S は、外部性や市場の失敗が市場の全体的な経済パフォーマンスに影響しないようにすることに関心がある。そこで、市場における地位を用いて市場の基準を引き上げ、すべての投資のパフォーマンスを潜在的に引き上げることを目指す」。大手通信会社であるB Tの年金基金も同様の認識をもち、「B T年金基金サステナビリティ方針」の中で「ユニバーサル・オーナーとして、当基金の投資価値は経済全体と密接に関わる。基金の長期的な価値を守り、リスクを削減するために、政府に働きかけて市場全体の基準を高めることは受益者の利益に適う」と述べている。

このように見てくると、責任投資を行う動機は3つに大別できることが分かる。①倫理的動機、②財務的動機、③ユニバーサル・オーナーとしての動機の3つである。倫理的動機とは、英国教会年金基金やエジンバラ大学の立場で、財務的利益以前に守るべきものがあるとする姿勢を示すものである。この立場を示したのは動機を読み取ることできた22機関のうち9機関で、教会系の基金などが主であった(第5表)。財務的動機とは、E S Gの考慮は投資価値に関わるとする考え方で、この立場を表明した機関は①、③との重複も含めて17機関と一番多かった。これが責任投資の動機であるとするれば、正しいE S G評価とは投資価値との相関が最も高い評価ということになり、E S Gの評価基準自体が財務的価値との整合性を考慮して作られることになる。

これに対してユニバーサル・オーナーとしての動機とは、健全で持続可能な環境や社会の存在がポートフォリオ全体としての投資パフォーマンスに影響すると考える立場である。この立場を示したのはU S SとB T年金基金の2機関で、いずれも400億ポンド(現在の為替レートで約8兆円)を超える資産規模を持つ大手年金であり、広範な企業に分散投資をしている。このような投資家はユニバーサル・オーナーと呼ばれ、E S G要因が個々の企業に与える影響だけでなく、経済全体に与える影響を考慮することに合理性がある。このことが責任投資の動機として市場に組み込まれるならば、環境や社会に配慮した投資が実際に環境問題や社会的課題の解決につながる可能性も高まるだろう。

II まとめ

以上の検討を通して明らかになったことは、E S G投資による環境や社会への影響はE S G評価の基準に左右され、E S G評価の基準は投資経路の頂点に位置する資産保有者がE S G投資を行う目的や動機に左右されるということである。E S G要因を考慮する目的が投資価値の向上に限定されるならば、その目的に沿った評価基準が採用される可能性が高まる。それは、必ずしも実際の環境問題や社会的課題の解決につながるとは限らない。これに対して、資産規模の大きいユニバーサル・オーナーの立場からは、ポートフォリオ全体に影響する広範な環境問題や社会的課題を考慮することに意味がある。G P I FがP R Iに署名したことから、日本

でも責任投資をするかしないかという議論の段階は早晩終わるものと思われる。今後は、責任投資を行う動機に着目していくことが重要になる。

第5表 イギリスPRI署名機関が責任投資を行う動機

署名機関名	組織のタイプ	財務的動機	ユニバーサル・オーナー動機	倫理的動機
BT Pension Scheme	企業年金	✓	✓	
USS	企業年金	✓	✓	
Environmental Agency Pension Fund	公的年金	✓		
London Pension Fund Authority	公的年金	✓		
Lothian Pension Fund	公的年金	✓		
Merseyside Pension Fund	公的年金	✓		
Northern Ireland Local Government	公的年金	✓		
Pension Protection Fund	公的年金	✓		
Railways Pension Trustee Company	公的年金	✓		
West Midlands Pension Fund	公的年金	✓		
BBC Pension Trust limited	企業年金	✓		
Marks & Spencer Pension Scheme	企業年金	✓		
Shell Contributory Pension Fund	企業年金	✓		
The Pension Trust	公的年金	✓		✓
Old Mutual plc	保険	✓		✓
Esmee Fairbairn Foundation	基金	✓		✓
Church Commissioners for England	基金	✓		✓
Joseph Rowntree Charitable Trust	基金			✓
The Lankely Chase Foundation	基金			✓
The University of Edinburgh	基金			✓
Church of England Pension Board	企業年金			✓
CDC Group plc	開発金融			✓

出所：PRIの各署名機関による「Transparency Report」を基に作成

(みずぐちたけし・本学経済学部教授)

〔参考文献〕

株式会社東京証券取引所『コーポレートガバナンス・コード～会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために』2015年。

日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会『日本版スチュワードシップ・コード：責任ある機関投資家の諸原則』2014年。

水口剛『責任ある投資－資金の流れで未来を変える』岩波書店，2013年。

Global Sustainable Investment Alliance, 'Global Sustainable Investment Review 2014,' GSIA, 2014.

〔注〕

- 1) P R I ホームページ (<http://www.unpri.org/>) より。2015年7月31日確認。
- 2) 途上国における予防接種費用を調達するための社会貢献型債券。各国政府が長期にわたって拠出する寄付金を償還原資とし、政府の拠出を待たずに早期の予防接種を可能とすることから社会貢献型債券の先駆けとなった。ただし利息部分が予防接種に回らないなど、寄付金から投資家が投資利益を得る仕組みに対して批判もある。
- 3) 特定非営利活動法人社会的責任投資フォーラム (J S I F) が四半期ごとに行っている調査資料による (<http://japansif.com/>)。2015年9月20日確認。
- 4) Global Sustainable Investment Alliance, 2014, p.8.
- 5) 金融庁ホームページ (<http://www.fsa.go.jp>) より。2015年9月27日確認。
- 6) インデックス大手ではサステナリティクスもレーティング商品を提供しているが、データベースに調査対象企業数の掲載がないため、表には含まれていない。
- 7) 本稿で説明するE I R I Sの評価プロセスに関する記述は、筆者が2015年4月2日より長期国外派遣研究として同社に滞在した際の情報に基づく。
- 8) 例外はロンドンに本拠を置くトゥルーコスト (Trucost) 社である。同社は環境問題に特化し、温室効果ガス排出量や水使用量などの定量情報を基に、その社会的コストを貨幣換算して示すという独自の方法を開発してきた。この定量情報に基づくデータベースを運用機関向けに販売し、E S G情報を組み込んだ運用に活用している。
- 9) 評価機関ごとに特徴はある。たとえば情報収集の方法として従来は多くの評価機関がアンケートを行っていた。現在でもロベコサムはアンケート方式をとるが、E I R I Sやウーコム・リサーチは公開情報を基に評価を行った上で対象企業に確認し、不足情報を補う方法へと転換した。また、総合評価のスコアが一定以上ならば一定のレーティングを付与する絶対評価方式と、同業他社との比較でレーティングを決める相対評価方式がある。