



## ESG の発展と年金資産運用

鈴木 誠

### 概要

これまで「コーポレート・ガバナンス」活動とは、単に企業内部の問題にとどまらず、社会問題における企業の対応（企業の社会的責任：CSR）も包含する概念であった。例えば、米国における人種差別問題、ベトナム戦争における倫理上問題とされる農薬の製造、南アフリカにおける人種隔離政策（アパルトヘイト）への企業の対応、あるいは投資家の対応にまで及んだ。近年、環境問題への意識の高まりにより、例えば温室効果抑制、炭酸ガスの排出抑制などに関する企業の対応、そして投資家による評価が次第に重要視されるようになってきた。こうした、環境、社会そして統治への関心が、今や ESG として大きな潮流となっている。

わが国では投資家サイドではスチュワードシップ・コード、企業サイドではコーポレートガバナンスコードが制定され、国連は責任ある投資原則（PRI）と持続可能な開発目標（SDGs）を制定した。これらは、ESG という共通項によって投資家から企業に対しての働きかけを強める仕組みとなっている。過去には、ネガティブスクリーンとして、好ましくない企業を投資先から排除することに主眼が置かれていたが、現在は積極的な対応を取る企業を投資先として取り上げるというポジティブスクリーンが中心となっている。この結果、企業は投資対象となるための自助努力を行い、積極的に対外的に広告するようになった。大きな社会変化を生じつつあり、今後、ESG は年金資産運用における大きな領域となることだろう。

キーワード：コーポレートガバナンス、ESG、SDGs、PRI、年金資産運用

（受理日 2019年1月31日）

### 文教大学経営学部

〒253-8550 神奈川県茅ヶ崎市行谷1100

Tel 0467-53-2111(代表) Fax 0467-54-3734

<http://www.bunkyo.ac.jp/faculty/business/>

# ESG の発展と年金資産運用<sup>1)</sup>

鈴木 誠\*

## はじめに

年金運用はこれまでその時々における最新の資産運用技術と投資理論を支えとして運用管理されてきた。ただし、モダン投資理論<sup>2)</sup>の萌芽期においては、理論を実証するコンピュータの性能が追いついておらず、Buy and Hold型の債券投資が中心となっていた。その後、米国では1974年のERISA(従業員退職所得保証法)に定められた「信託受託者の投資に係る義務」、いわゆる、プルードント・マン・ルール<sup>3)</sup>の登場が年金運用におけるモダン投資理論の利用を後押しすることとなった。わが国では、80年代後半の金融機関による理工系学生の積極採用に始まり、米国の運用マネジャーとの提携やビジネススクールへの大量派遣が礎となったとみられる。さらに、1990年にモダン投資理論の創始者と言われるハリー・マーコウィッツとウィリアム・シャープのノーベル経済学賞受賞や大型コンピュータへの設備投資が追い風となり、1990年代中葉には、資産運用における中核的な投資手法となりつつあった。当時の論文の中には、“No one can beat the Index”(だれも、インデックス運用を超えることはできない)というタイトルが見られ、当時最新の投資理論を援用したパッシブ運用が最善の運用方法であると多くが信じていたと見られる。

\* 文教大学経営学部 教授

✉ mcsuzuki@shonan.bunkyo.ac.jp

投資のメインストリームが客観性と再現性を備えた、いわば「サイエンス」とも呼ぶことのできる新たなパラダイムを迎えていた時期に、細々と行われていた別の投資もあった。それが、今やESG(環境問題、社会問題、ガバナンス問題)投資、SRI(社会的責任投資)やSII(ソーシャル・インパクト・インベストメント)などと呼ばれる投資である<sup>4)</sup>。

本稿では、企業年金のこれからの投資という点で、今後さらなる拡大が期待されるESG投資について取り上げたい。以下、第1章では米国におけるESG投資の歴史的な変遷の概要を述べ、第2章では類似した概念で様々に利用されているSRI、CSR、ESG、SDGsやコーポレートガバナンスコード、スチュワードシップ・コードなどを整理する。第3章ではESG投資の現状を述べ、第4章は結語である。

## 第1章 ESG投資の歴史的変遷

ESG投資の起源のひとつとしてユダヤ教の教典のひとつであるタルムード<sup>5)</sup>に既に述べられているといわれる。また、アメリカには、メソジスト教徒やクウェーカー教徒が、社会的責任投資の考え方をもち込んだと考えられている<sup>6)</sup>。

時代が下って、1960年代から70年代はアメリカにおける市民活動、社会活動、反戦活動が活発化した時期である。中でもベトナム戦争や南アフリカの人種隔離政策への反対が大学基金や

公的年金による投資に結びついたことから、米国での ESG 投資の起源といわれることが多い。ベトナム戦争に関連したソーシャルアクションとしては戦争反対のデモンストレーションなどが挙げられるが、投資関連では、ダウ・ケミカル社等化学メーカーの製造したダイオキシンを含む枯葉剤がベトナム戦争で1200万ガロンが散布され、農務省に諮問された調査委員会からは1969年2月にダイオキシンによる著しい先天性異常出産の可能性が報告された<sup>7)</sup>。ダウ・ケミカル社の株主総会ではエージェント・オレンジの製造に疑問を投げかける株主提案が行われた。この提案が米国における初めての社会的責任に関する投資事案とされる。

次に米国内における人種差別問題に関するソーシャルアクションについてである。1950年代から60年代は米国における黒人の公民権運動がマーチン・ルーサー・キング牧師やマルコム X らによって進められた時期で、米国の人種政策の転換点でもあった。当時のニューヨーク州

ロチェスター市におけるイーストマン・コダック社の取組みは企業と社会改革の点で先進的な取組みとして評価できる。1964年ロチェスター市で黒人による暴動が発生した。人種差別による暴動を防ぐために、翌年より人種差別問題に取り組むグループによる企業との対話が行われた。ロチェスターにおける生活環境を改善するためには、経済における影響力のある企業による黒人への待遇改善が不可欠だからである。イーストマン・コダック社はロチェスターにおける代表的な企業のひとつであったことから、イーストマン・コダック社がグループの申し出を受け入れ、黒人差別を撤廃、解決する取組みを行うことは大きな前進となった<sup>8)</sup>。

国家の政策を転換させる行動もあった。南アフリカのアパルトヘイト問題では、1971年に米国聖公会がゼネラルモーターズ社の年次総会において株主提案を行ったことに端を発し、米国キリスト教会系ファンド、大学基金、公務員年金等は南アフリカで活動を行う企業に対して人

図表 1：フランスポンサーによる投資に係る出来事と活動

	出来事	主体	おもな対応
1960年代から1970年代	南アフリカアパルトヘイト問題 ベトナム戦争、消費者運動	大学基金 公的年金	ソーシャルアクティビズム
1980年代	米国における M&A による企業 解体ブーム		
1980年代から1990年代	M&A による投資先企業の混乱	公的年金	コーポレートガバナンス (ネガティブスクリーン)
2001年から2002年	エンロン・ワールドコム事件		SOX 法施行、コーポレートガバナンス強化
2008年	リーマンショック		
20010年以降	企業改革を株主の立場で促進 する	公的年金	コーポレートガバナンス (エンゲージメント・議決権行使)
	過度な富の集中への反省 環境問題への関心の高まり	企業年金 公的年金 受託機関	ソーシャルインベストメント (SRI, SII, ESG)

出所：各種データより作成 鈴木（2018年）

種差別撤廃に向けた圧力をかけた。具体的には1982年にコネチカット州では州による投資基準において社会的問題に関する基準を設け、州による投資対象企業がサリバン原則を遵守することを求めた。このサリバン原則とは労働の場面において人種差別を行わないこと、そして同時に労働以外の生活において黒人の支援を取り上げた7原則を指す。そして、1983年にはマサチューセッツ州の基金の投資先として南アフリカで活動する企業への締め出しを強化した。続いて1984年にはカリフォルニア州のカルパスとニューヨーク州のNY州公務員年金が相次いでアパルトヘイト政策を実施する南アフリカ企業への投資を抑制することとなった<sup>9)</sup>。これらの投資行動が1994年まで継続する南アフリカのアパルトヘイト政策の直接的な転換を迫ることはなかったとしても、少なくとも政策転換を支援する要因のひとつであったと見られる。

このような、社会的要因に基づく株主としての行動は環境問題との関連で一時的に賑わせることはあっても、かつてのような動きとはならず、一部で細々と続くこととなる。その後、大きな社会現象として再び取り上げられるようになるには、時間を要することとなる。

1980年代になると再びM&Aブームが訪れることとなった。今回のM&Aの特徴は1960年代に進んだコングロマリット経営の行き詰まりによる反動が1970年代より継続していること、いわゆる事業再編である。80年代後半になるとLBO（レバレッジド・バイ・アウト）による企業買収が行われた。LBOとは被買収企業の資産を担保として資金を借入れ、企業買収を実行する手法を言う。この手法では、少ない資金でも大企業の敵対的買収を行うことが可能となったため、企業買収がマネーゲームと化

した。多くの企業では、経営陣は買収を避けるための工作を行い、株主としての権利が無効化した時期であった。こうした経験からカリフォルニア州職員退職年金基金（CalPERS）は1987年よりフォーカスリストを作成し、株主として投資先企業のパフォーマンスが受け入れられない場合、リストに企業名を公開し“Name and Shame（さらし者）”と呼ばれた。掲載された企業には自発的な改善を促し、掲載されない企業には株主を意識した経営を行うための脅威となると期待されていた。しかし、複数年掲載されても、自らパフォーマンス改善の努力をしない企業も見られるようになると、フォーカスリストによる脅威もコーポレートガバナンスの手段として機能しなくなったように見られた。さらに、2000年にエンロンやワールドコムといった企業不祥事が明るみにできるようになると、従来のコーポレートガバナンス手法に限界が見られるようになった。

エンロンやワールドコムは、米国経済を21世紀にリードする「ニューエコノミー」を代表する企業と考えられていた。事実、エンロンは破綻する前年である2000年の売上は全米トップ10に入る高成長企業であったし、ワールドコムも破綻直前には従業員6万人を擁する米国を代表する通信事業者のひとつとなっていた。このような企業が破綻へと転落することとなった背景には、2000年を頂点としたドットコムバブルの崩壊、2001年9月11日の同時多発テロによる消費マインドの後退、そして、ニューエコノミーの旗手として成長することが求められた経営者へのプレッシャーなど様々な理由が挙げられるが、直接的な原因は財務諸表の粉飾と内部統制の問題にあった。粉飾された財務諸表の不正は、外部から見ぬくことは極めて困難である。財務

報告書を基礎に投資を行ってきたすべてのプラン  
スポンサーや投資家に、株式投資への不信を  
促す事件となった。本事件を契機としてサーベ  
ンス・オクスリー法（SOX 法<sup>10)</sup>）が2002年に  
施行され、内部統制の強化、財務報告書への  
CEO や CFO による正確性の証明などコーポ  
レートガバナンスの強化策が法律として実施さ  
れることとなったのである。企業内部の不正は  
明るみにでるまで、外部者にはわかるものでは  
ない。これまでに行われてきた株主によるコー  
ポレートガバナンスの限界を見せつける事件と  
なった。

その後、2008年に全世界に影響を与えた金融  
危機は、1999年のグラムリーチ・ブライリー  
法<sup>11)</sup>により1956年銀行持ち株会社法の一部の  
条項が撤廃されたことを遠因としている。いわ  
ゆる、ユニバーサルバンキング業務を銀行持ち  
株会社に可能とすることで国際的な競争力を回  
復する意図があったが、結果的には米国金融業  
界を破壊することとなった。直接的な原因はサ  
ブプライム層向けRMBS（住宅用ローン担保  
証券）の過剰な発行、住宅市場の軟化によるが、  
損失を受けた年金基金も少なくない<sup>12)</sup>。巨額の  
年金運用を行う年金基金にとって、市場で運用  
される証券に投資する以上、市場リスクは切り  
離すことのできないリスクであることを改めて  
認識する出来事であったに違いない。こうした  
経験を経て、ひとつの対応が投資先企業と年金  
基金とのエンゲージメントであると位置づける  
ことができるだろう。例えば、CalPERS（カリ  
フォルニア州職員退職年金基金）は2010年より  
これまで実施してきた“Name and Shame”か  
らエンゲージメント活動へと転換した。このよ  
うな転換の背景には、エンゲージメントによる  
投資先企業の投資パフォーマンスの改善があっ

た。1999年から2008年にフォーカスリストに掲  
示された企業155社を対象としてエンゲージメ  
ントを実施したところ、3年後のベンチマーク  
からの平均累積超過収益率は15.8%に及んだと  
報告されている。こうしたエンゲージメント効  
果は「CalPERS 効果」と呼ばれ、他の年金基  
金のコーポレートガバナンス戦略に大きな影響  
を与えた。

エンロンやワールドコムによる不正会計問題  
が明るみとなると、従来のコーポレートガバ  
ナンスに関連した行動だけでなく、社会的な問題  
を取り上げる投資が再び注目されるようになった。  
具体的には Ecology（環境）、Social（社会）  
である。これら、E と S に Governance（企業  
統治）を加えることで近年 ESG 投資や ESG 経  
営と言われるものである。既に述べたように、  
社会的責任投資（SRI）と言われた投資手法は  
投資先として望ましくない企業を投資対象から  
除く、あるいは、議決権行使を通して企業活動  
の変更を求めることが中心でコーポレートガバ  
ナンス活動の一部と見られており、明確に区分  
されたものでもなかった。現在、ESG 投資と  
言われる投資行動は、ポジティブスクリーンと  
して、積極的に ESG 経営を行う企業を投資先  
として取り上げていくものである。このような  
動きは、かつての社会的責任投資が特定の国の  
投資主体の行動にとどまっていたが、国境を越  
えて国際的な連携を有するようになったことも  
特徴といえる。その基盤となったのが、2006年  
に国連によって制定された責任投資原則（PRI）  
であろう。現在、本原則に署名する機関は世界  
2000社を超えた<sup>13)</sup>とされる。また、企業活動  
面ではこれまで CSR（企業による社会的責任）  
は企業独自に行われてきた傾向があったが、そ  
れらが2015年に採択された国連による SDGs

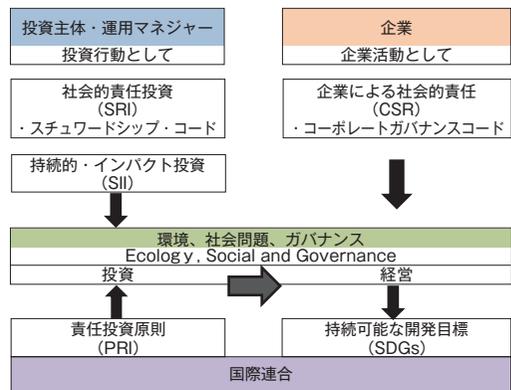
(持続可能な開発目標) に集約されたと言える。今後、企業がCSRに基づくSDGsへの取組みや支援を行うことが企業の市場評価を高めるだけでなく、取組みが不十分の場合、企業のリスク要因となることも考えられる。

## 第2章 ESGを巡る類似概念の整理

Social問題に対して、投資主体は歴史の変遷を経ながら様々な形で関与してきたことがわかる。近年では、投資主体だけでなく、運用マネージャーさらに投資先となる企業を巻き込んだ大きな動きとなっている。ここでは、これまで様々な名称が与えられてきた社会的投資や活動を整理する。図表2のように、投資主体や運用マネージャー、において、社会的責任投資(SRI)は投資行動の延長上にある。スチュワードシップ・コードは2014年2月に策定され、CalPERSにみられる企業とのエンゲージメントを通じて投資先企業の価値向上を図ると同時に持続的成長を促すことを目的としたものであるが、掲げる原則においてESGとの関連性を見ることができる。例えば、スチュワードシップ・コード指針3-3では「(抜粋)投資先企業のガバナンス、～中略～収益機会(社会・環境問題に関連するものを含む)及びそうしたリスク・収益機会への対応など、非財務面の事項を含む～(後略)<sup>14)</sup>」と明記されている。わが国におけるスチュワードシップ・コードの受け入れ表明機関はのべ233機関(2018年8月)とされることから、スチュワードシップ・コードに則ったSRIはESGに適った投資と位置づけることができる。SRIに類似したコンセプト投資がSIIである。SIIとはSocial Impact Investment<sup>15)</sup>のことでOECDを中心として推進された投資手法であ

る。SIIは社会的あるいは環境ニーズに対処する組織に測定可能な社会的および金銭的収益を期待する投資で、社会的成果を達成しながら、経済発展を促すことを目的としている。SIIもESG投資と統合的な投資手法であり、ESG投資の一つとして位置づけることができる。投資サイドで見ると、国際連合によるPRI(責任投資原則)も重要である。PRIでは第1原則で「投資分析と意思決定のプロセスにESGの課題を組み込む」ことが述べられており、以下の5つの原則においても基本的に投資にESGを求めるものである。本原則は拘束力を有するものではないが、既に述べたように署名した機関は2000機関を越す。

図表2：ESG投資、経営の関係概要



出所：各種資料より作成 鈴木(2018)

他方で、投資される側となる企業サイドでは企業による社会的責任(CSR)活動がある。CSR活動は実施する企業によってその定義が異なり、社会貢献としてのボランティア活動や文化支援など様々で一括りすることは困難であった。2015年6月に公表されたコーポレートガバナンスコードではESGに関しては、Governanceに特化した内容であったが、2018年6月の改訂版ではESG要素に関する情報も

図表3：SDGsとMDGs、ESGの関係

項目	ミレニアム開発目標	持続的開発目標	環境・社会・ガバナンス
	MDGs	SDGs	ESG
貧困	●	●	●
飢餓	●	●	●
保健	●	●	●
教育	●	●	●
ジェンダー	●	●	●
水・衛生	●	●	●
エネルギー		●	●
成長・雇用	●	●	●
イノベーション		●	
不平等		●	●
都市		●	
生産・消費		●	●
気候変動		●	●
海洋資源	●	●	●
陸上資源	●	●	●
平和		●	●
実施手段	●	●	●

出所：各種資料より筆者作成 鈴木（2018）

明確化されており、CSRを実施してきた、あるいは実施する企業に一定の指針を与えるという点で高く評価される。また、国連の進める持続可能な開発目標（SDGs）とコーポレートガバナンスコードはESGを介して整合的である<sup>16)</sup>。

以上のように、投資主体のSRIやSIIは、企業活動であるCSRとESGによって結びつけられており、さらに、国際連合によるPRIやSDGsによってその結びつきは強化されているといえるだろう。

### 第3章 ESG投資の現状

Global Sustainable Investment Alliance（以下、GSIA）によると、世界の社会的責任投資額は2016年時点で約23兆ドル（約2500兆円）と2014年時点の約18兆ドルから25%の増加となっている。増加の著しい地域は、日本である。2014年時点から2年間で67倍に増加し、残高は

4740億ドルである。2番目はオセアニア（オーストラリア、ニュージーランド）地区であり、247%増、5160億ドルである。日本の増加が著しい主因としては、2014年に制定されたステewardシップ・コードや2015年に制定されたコーポレートガバナンスコードによるものと見られる。しかし、資産残高の増加はESG投資の普及とは言い切ることができない。図表4に見られるように、わが国における社会的責任投資の総運用資産に占める割合は2016年で3.4%に過ぎないからである。他方で、欧州では2016年で52.6%、オセアニア地域は50.6%、カナダは37.8%と高い比率を示しており、これらの地域では資産運用に社会的関連投資が定着しつつあることがわかる。また、タイプ別投資資産の地域ごとの比率を眺めると別の特徴も現れてくる。図表5のように、スクリーン（選別）投資は欧州においてかなり顕著に用いられている一方、ESG関連投資は米国において顕著であり、

図表4：社会的関連投資の運用資産に占める割合

単位：%

地域	2014年	2016年
欧州	58.8	52.6
アメリカ	17.9	21.6
カナダ	31.3	37.8
オセアニア	16.6	50.6
アジア	0.8	0.8
日本		3.4

注) 2014年の日本のデータはアジアに含まれる。

出所：GSIA 2016年

インパクト投資やコミュニティへの投資は欧米ともに顕著となっていることがわかる。

例えば、英国では年金受給者が自らの年金運用において、運用マネジャーがESGについてのどのような方針で投資を行っているか知ることができるようになった。法律によって運用マネジャーがESGに関する投資原則を公表しなくてはならないことは、今後、他国にも影響を与えることと見られる<sup>17)</sup>。

このような普及の背景には確固たる投資への基礎となる情報の完備とベンチマークの開発、そして、新しい技術との融合が欠かせない。確固たる投資への基礎としては、例えば、企業の非財務的な情報を投資家がグリーンアセット投資を実施、あるいは投資拡大のために利用でき

るかといった検討やESGに関連する社会的投資において、投資家がこれまで潜在的な投資先企業に情報開示の推進をしてきたことなどが挙げられる。FT(2018年7月15日)によると「フランスの投資銀行は環境に配慮した資金調達を促進するために、内部資本配分ツールとしてのグリーンウエイティングファクターを作成した。このツールは不動産、電力、金属、鉱業の4つの分野からなり、投資家がこの方法を利用すると劇的にグリーンアセットの量を増加することができる」とされるほか、「英国の非営利団体では、5000社の炭素情報にアクセスするグローバルな開示システムを運営し、650の投資家によって利用されている」。このような情報開示と同時に情報の加工や利用の拡大がESG投資を後押ししている。さらに、運用機関と大学の協力も不可欠とみられる。前述のFTではUBSとハーバード大学が気候変動、大気汚染、健康に関するインパクトモデルを開発しているほか、ニューヨーク市立大学との間では水不足に関するインパクトモデルを開発中と述べられている。また、FT(2018年8月9日)では、不動産投資家向けのツールとしてGlobal ESG Benchmark for Real Estateの開発が学者と実務家によって行われたことが述べられているが、引き続き、各分野における大学との協力が

図表5：各ストラテジー別、運用資産の地域シェア

単位：%

	インパクト/ コミュニティ投資	持続性関連投資	ポジティブ スクリーン	規範基準 スクリーン	エンゲージメント /株主行動	ESG 関連	ネガティブ スクリーン
日本	3.2	2.6	2.4	0.9	3.5	1.2	0.1
アジア(除く日本)	0.0	1.9	0.1	0.0	0.0	0.2	0.1
オセアニア	1.1	5.2	0.0	0.3	0.0	4.6	0.0
カナダ	2.7	20.3	21.3	9.5	10.3	10.1	2.3
米国	49.8	22.2	24.0	0.0	30.6	56.0	23.8
欧州	43.2	47.9	52.2	89.3	55.6	27.8	73.6

出所：GSIA (2016)

投資のベンチマーク策定には不可欠と見られ、今後の展開が急がれる。このようなデータが不完全な中で期待されるのがAIであろう。Markets Medeia社（2018年6月5日）によれば、ESG投資を導入している機関投資家の61%はESG投資を行う上で最大の障壁がロバスト（頑健）なデータの欠如にあると指摘している。この障壁を超える手段としてAIを用いた研究が進んでいる。実際にオランダの運用マネジャーは投資プロセスにESGを組み込むAIプログラムを開発したと述べられている。今後、ますますビッグデータは拡大し、同時にAIの深層分析技術も進展すると期待されることから、ESG投資プロセスの確立は容易となるだろう。

## 第4章 結語

わが国におけるESG投資の状況を知る上で2019年1月に公表された投信協会の「ESG関連ファンドに関するアンケート結果」はひとつの重要な側面を明らかにしている。わが国における公募・私募のESGファンドは総額38兆1795億円（2018年11月現在）となっている。わ

が国の公募・私募残高が約203兆2000億円（2018年11月）であるから、18.8%がESG関連投資ファンドとなっている。この比率は一時的ブームと位置づける水準を大きく上回っているとみられ、今後の拡大が予想される。投資内容としては、エンゲージメントと議決権行使が最も高く、次いで、ESGインテグレーション、ネガティブスクリーンと続く。これらの3手法の純資産合計<sup>18)</sup>が全体の8割を上回っている。とりわけ、特徴的であるのはコーポレートガバナンスに関連する投資にウエイトが置かれていることである。エンゲージメントやネガティブスクリーンは、コーポレートガバナンスそのものを投資手法に反映したものである。ESGインテグレーションはその説明として「投資マネジャーが財務分析に環境、社会、ガバナンスの要素を体系的かつ明示的に組み入れる」手法と述べられており、ガバナンスに関連する要素が取り込まれている。上位残高のファンドにコーポレートガバナンス関連が顕著であることの理由としては、コーポレートガバナンスに関する知見や経験が蓄積されてきたこと、環境や社会に関する企業の情報がデータとして利用することができる状況には至っていないと推測されること、が

図表6：ESG対象ファンドの純資産状況 単位：億円、本

		公募・私募合計	
		純資産額	ファンド数
1	ネガティブスクリーン	142,821	894
2	ESGインテグレーション	209,329	1,236
3	エンゲージメントと議決権行使	262,966	1,590
4	規範に基づくスクリーニング	89,777	732
5	ポジティブスクリーニング	7,503	84
6	サステナビリティに関するテーマ投資	3,982	50
7	インパクト投資・コミュニティ投資	9,491	17

注) 投資手法を複数用いている場合には、それぞれの手法に加算している

出所：投資信託協会

挙げられる。

このような中で、わが国の ESG 投資において GPIF は積極的な取組みを行っている。GPIF のホームページ<sup>19)</sup>で「投資家が長期にわたって安定したリターンを獲得するためには、投資先の個々の企業の価値が持続的に高まることが重要で、資本市場は長期的にみると環境問題や社会問題の影響から逃れられない」と述べているように、ESG 投資が GPIF の長期的投資利益につながるとしている。その一連の動きとして、これまで株式投資によって ESG 投資を推進してきた場合が多かったが、世界銀行と共同で2017年10月から債券投資による ESG 投資の研究を行い、2018年4月に報告書を公表した<sup>20)</sup>。また、ESG に関連する株式パッシブ投資のベンチマークとして、国内株式には S&P/JPX カーボン・エフィシエント指数、グローバル株式には S&P グローバル大中型株カーボン・エフィシエント指数（除く日本）を2017年に選定し、1.2兆円の運用を開始している。現在の規模は極めて小規模にとどまるが、今後拡大が見込まれている。GPIF が目指す ESG 投資はあくまでもパッシブ投資の位置づけであり、ベータ投資における全体の底上げを図るという点において、GPIF の位置づけや資金の性格と平仄の合う対応であると考えられる。

他方で企業年金連合会や企業年金基金等の対応は、積極的かつ慎重に取り組む姿勢を示している。企業年金連合会は、例えば2016年4月に国連が定めた PRI に署名する一方で、2017年3月に「企業年金と日本版スチュワードシップ・コード」を発表し、プランスポンサーとしての企業年金の係わり方を慎重に検討した結果を示している。ESG への大きな流れに賛同しつつも、各年金基金の意見や懸念を拾い上げ、

総体として慎重な対応をとっている。このような対応は GPIF とは異なる立場、資金性格によるものであると考えられるが、ESG 投資への慎重な対応を促す呼びかけは、米国でも見られる。昨年発表された米国労働省通知<sup>21)</sup>によれば、プランスポンサーは社会政策目標を促進するために投資収益を犠牲にしたり、追加的なリスクを取ったりすることはできないことを改めて表明している。本来重視すべき受託者責任をないがしろにしてはならないという点で一致している。現段階では、年金プランスポンサーの立場の違いにより、ESG への取組みに表面的な温度差は見られるが、今後、ESG に関連する非財務データの整備が進み、ESG 投資によるリターンへの貢献が明らかになると、わが国においても、企業年金連合会や企業年金における確固とした年金運用の投資先となることと期待される。

---

注

- 1) 本論文は雑誌「企業年金」2018年12月号に掲載された論文を発行者の許可を得て加筆したものである。また、本論文の加筆分の作成において文教大学大学院情報学研究所の支援を受けた。ここに記して両機関に謝意を表します。
- 2) モダン投資理論は一般に1952年の Harry Markowitz のポートフォリオセレクション、1964年の William Sharpe の CAPM（資本資産評価モデル）、そして、1977年の Stephen Ross による APT（裁定価格理論）を指す場合が多い。
- 3) ただし、より具体的には「1990年の信託法第3次リステイトメントにおいてブルーデント・インベスター・ルールとして集大成された」土浪(1994)。
- 4) 以後、本稿では関連する類語の表現を「ESG 投資」として表記する。
- 5) 2世紀から6世紀にかけて作成された。池上彰(2011年)
- 6) 奥野寿、呉学殊(2007年)

- 7) Cedric Dawkins (2008年)
- 8) 奥野寿、呉学殊 (2007年)
- 9) *ibid*
- 10) 正式には Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act of 2002 という。
- 11) 正式名称は Financial Services Modernization Act of 1999 「金融サービス近代化法」という。
- 12) 例えば、オハイオ州公務員年金は 4 億8000万ドルの損失、ニューヨーク市年金基金は 2 億3000万ドルの損失を生じた。
- 13) 中村 (2018年)。
- 14) スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会 (2017年)
- 15) 2013年の G8 において発効したグローバルな SII 活動を OECD が率先して主導した。
- 16) 例えば、コーポレートガバナンスコードでは「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である」と明記されている。金融庁資料 (2018年)
- 17) Reuter (2018)
- 18) 各手法の残高は手法が重複する場合、残高も重複計算可としているため単純合計は実際の残高である38兆1795億円と一致しない。
- 19) <https://www.gpif.go.jp/investment/esg/> 参照
- 20) [https://www.gpif.go.jp/investment/esg/pdf/300420\\_joint\\_research\\_report.pdf](https://www.gpif.go.jp/investment/esg/pdf/300420_joint_research_report.pdf) 参照
- 21) Field Assistance Bulletin No. 2018-1 from Employee Benefits Security Administration.

#### 参考文献

- 生田孝史 「日本企業のSDGsの取り組みの現状と課題」、富士通総研 経済研究所資料、2018年2月5日
- 池上 彰 「ユダヤ教聖典はビジネスに役立つ?」、ニューズウィーク日本版、2011年1月11日、<https://www.newsweekjapan.jp/column/ikegami/2011/01/post-271.php>
- 岩井浩一 「米国機関投資家によるエンゲージメント活動」、『野村資本市場クォーターリー』、2014年春号
- 奥野 寿、呉 学殊 「第1部アメリカの法制と実

- 態」、『労働政策研究報告書 No.88』、労働政策研究・研修機構、2007年
- 河口真理子 「関心高まる社会的責任投資」大和総研 経営戦略研究所情報、2004年1月
- 金融庁 「金融行政とSDGs」、金融庁、2018年6月
- 後藤 潔 「M&Aの目的とその課題」、内閣府経済社会総合研究所 M&A 研究会資料、2004年3月
- スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会 「「責任ある機関投資家」の諸原則」、2017年5月、<https://www.fsa.go.jp/news/29/singi/20170529/01.pdf>
- 高田一樹 「社会的責任投資の動向とその課題」、研究ノート、コア・エシックス Vol.1、立命館大学、2005年
- 土浪 修 「米国におけるブルーデント・マン・ルール」、ニッセイ基礎研究所 調査月報、1994年9月
- 中村俊之 「国連責任投資原則 (UNPRI) の署名機関2000社を超える」、Quick ESG 研究所、2018年6月25日
- 藤井康弘、鈴木誠 『米国年金基金の投資戦略 コーポレート・ガバナンスへの取組み』、東洋経済新報社、2004年2月
- ロバート・グロンディン 「エンロン事件に学ぶコーポレートガバナンスの課題」、『ブレイン・ストーミング最前線』、独立行政法人経済産業研究所、2002年11月
- Cedric Dawkins “Dow Chemical and Agent Orange in Vietnam,” Cedric Dawkins, Dalhousie University, 2008
- Daria Newfeld “An investigation of “true” Talmudic investing,” *Research in Business and Economics Journal*, Dominican University
- Government Pension Investment Fund, “ESG Report 2017,” GPIF, 2018
- GSIA “Global Sustainable Investment Review 2016,” Global Sustainable Investment Alliance, 2016
- Rory Sullivan and Craig Mackenzie “Responsible Investment,” Greenleaf Publishing, 2006
- Ross Goldberg “NYC Pension Funds lose on

Lehman and AIG,” The Sun, September 22<sup>nd</sup>, 2008  
Russell Sparks “Socially Responsible Investment,”  
John Willey & Sons, 2002.  
Shanny Basar “ AI used to analyse ESG Data,”  
Markets Medea, June 5<sup>th</sup>. 2018.  
Simon Jessop “British pension schemes to disclose  
climate change strategy,” Reuter, September11<sup>th</sup>  
2018,  
<https://www.reuters.com/article/us-britain-pensions-esg/british-pension-schemes-to-disclose-climate-change-strategy-idUSKCN1LR1U9>



**Journal of Public and Private Management**

Vol. 5, No. 2, March 2019, pp. 1-11

ISSN 2189-2490

## Development of ESG investment and Pension Management

**Makoto Suzuki**

Faculty of Business Administration, Bunkyo University

✉ [mcsuzuki@shonan.bunkyo.ac.jp](mailto:mcsuzuki@shonan.bunkyo.ac.jp)

Received. 31. January. 2019

### **Abstract**

Corporate Governance activity maintains not only internal issues in the company but social issues. For example, Corporate Governance activity treated racial discrimination in 1960s and 1970s, human ethics on agricultural chemicals in Vietnam War and apartheid in South Africa. In recent years, the greenhouse effect restraint, the correspondence of the company about the emission of the carbon dioxide and the reputation by investors came to be gradually regarded, for example, as important by a surge of the consciousness to an environmental problem. Interest in such Environment, Society and Governance becomes the big tide now as ESG.

A corporate governance code and Stewardship code were established in Japan and Principles of Responsible Investments (PRI) and Sustainable Development Goals (SDGs) were enacted by the United Nations. Those concepts were connected by ESG.

We expect ESG will be a significant investment objects for the pension investment in the world.

Keywords : Corporate Governance, ESG, SDGs, PRI, Pension investment

**Faculty of Business Administration, Bunkyo University**

1100 Namegaya, Chigasaki, Kanagawa 253-8550, JAPAN

Tel +81-467-53-2111, Fax +81-467-54-3734

<http://www.bunkyo.ac.jp/faculty/business/>

**経営論集 Vol.5, No.2**

ISSN 2189-2490

2019年 3月29日発行

発行者 文教大学経営学部 石塚 浩

編集 文教大学経営学部 研究推進委員会

編集長 鈴木 誠

〒253-8550 神奈川県茅ヶ崎市行谷1100

TEL : 0467-53-2111 FAX : 0467-54-3734

<http://www.bunkyo.ac.jp/faculty/business/>