

GPIFがESG投資による資金運用の準備を始める

◆ 公的年金資金のESG投資による運用の可能性を探る指数をGPIFが公募

2016年7月に日本の公的年金（国民年金と厚生年金）を運用する年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）が新株価指数の公募を発表した。新指数は、環境や社会への対応などに優れた企業で構成し、リスクの低減と収益の確保、合理的評価、国内株式対象、指数構築ルールの公開、指数データの開示、資産保有額の確保を条件として求めている。公募はGPIFが管理する資金の一部をいわゆる「ESG投資」として運用する可能性を探るためのものであり、9月に締め切られた。

表1 GPIFが募集した新指数に求める条件

条 件	内 容
① リスク低減、収益確保	ESGの効果により、中長期的にリスク低減効果や超過収益の獲得が期待される指数であり、かつ過去のパフォーマンスやバックテストの結果が概ねそれを裏付けること
② 合理的評価	ESGに関係する1つ又は複数の要素 ^{*1} に基づき合理的手法で企業を評価し、その評価に基づき客観的に構成銘柄の選定及び加重を行うこと（EやSの積極的かつ独自性を持った提案を求む）
③ 対象は国内株式	構成銘柄が国内株式であること
④ 指数構築ルールの公開	指数構築ルール（メソドロジー）が公開されること
⑤ 指数データの開示	パッシブ運用に必要な指数データが適切に開示されること
⑥ 銘柄の分散	特定銘柄への過大な偏りが生じないこと
⑦ 資産保有額の確保	相当程度の投資が可能なキャパシティを持つこと

資料出所：GPIF公募資料を基に作成。

◆ ESG投資の目的はあくまで収益率の確保、リスクの低減

ESG投資とは、E（Environment、環境）、S（Social、社会）、G（Governance、企業統治）などの社会的に影響が大きい課題に対する企業の取り組みを投資の判断材料に加えた投資である。ESGの具体的内容には、地球温暖化や環境問題への対応、従業員の労働管理や安全衛生、人権や地域社会への責任などの社会課題へ

^{*1} ESGに関係する要素：①パリ協定や持続可能な開発目標（SDGs）など、持続可能な社会構築等を目的とした国際協調に資する要素、②Eでは地球温暖化、エネルギー効率、水資源、生物多様性など、③Sでは女性の活躍、従業員の健康など、④Gでは取締役の構成、公正な競争、汚職など

の対応、企業経営の体制や法令順守、不祥事への対応などがある。

ESG投資を議論する時、環境や社会性に配慮する企業の収益率は、利益第一の企業に劣るのではないかという議論が出てくる。しかし、ESG投資では、ESGの課題に積極的に取り組む企業は取り組まない企業よりも不祥事や訴訟などの企業にとってマイナスとなる出来事が起きにくく、結果として、「将来の業績が安定する＝リスクが低減し、株価が大きく低下しにくくなる」と考える。GPIFは日本の公的年金のうち、厚生年金と国民年金の積立金の管理・運用を行っている。ここでいう積立金とは、徴収した保険料のうち年金給付に使用されなかった余剰金をいう。16年6月末時点のGPIFの運用資産額は約130兆円あり、年金基金としては世界最大級の規模である。このような巨額の資産運用者にとって、保有資産の評価額が大幅に低下するリスクを防ぎ、長期的な収益を確保することは重要な課題であり、ESG投資の利用は一つの選択肢である。

◆持続可能な国際社会づくりのためのESGの課題への取り組みを目指すPRI

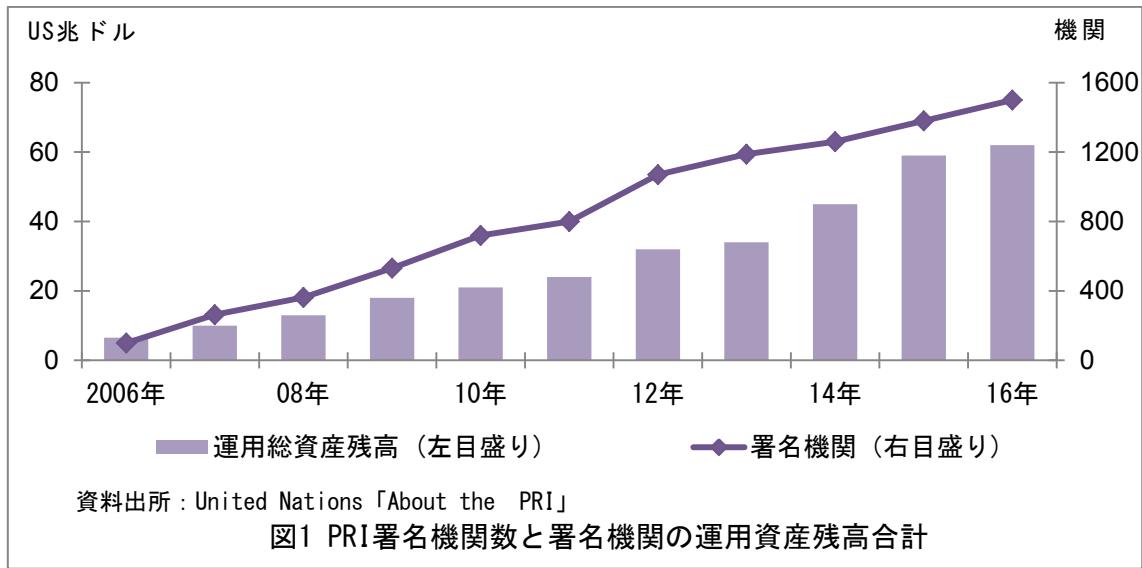
GPIFがESG投資による資金運用の準備を始めた背景には15年9月の国連責任投資原則（PRI）^{*2}への署名がある。この原則は06年に国際連合（国連）が提唱したもので、企業への投資は長期的な収益向上の観点とともに、持続可能な国際社会づくりに貢献する視点を持つことが望ましいとして、投資判断にESGの課題への配慮を求めている。この考え方に賛同し、運用原則としてPRIを採用する資産運用者や機関投資家^{*3}などの署名機関が増えており、06年に73だったPRI署名数は16年に約1,500、その運用資産残高合計は60兆ドルになった。

PRI署名機関増加の背景には、地球温暖化や環境破壊などの問題への関心の高まり、米国企業エンロンの不正経理に代表される企業不祥事やリーマンショックなどの金融危機を契機とした企業統治や企業経営のあり方への関心の高まり、資産運用者や機関投資家の間での株主の権利と責任の意識の高まりなどがある。16年に日本のGPIFがPRIに署名したのもこの流れを追随したものである。この署名

^{*2} 責任投資原則：世界が貧富の格差問題、ボーダーレス化する地球環境問題や企業経営のグローバル化に伴う様々な課題に直面する中で、国連は2006年にアナン事務総長の下で、責任投資原則（PRI、Principles for Responsible Investment）を提唱した。

^{*3} 機関投資家：顧客が拠出した資金を運用・管理する法人投資家の総称。主なものに、投資顧問会社、生命保険会社、損害保険会社、信託銀行、投資信託会社、年金基金などがある。

を安倍首相が15年9月の国連サミットのスピーチの中で表明したことで、GPIFがESG投資を今後行い、持続可能な開発の実現に貢献することが、ある意味日本の国際公約となった。



◆ESG投資の課題は有効性の検証

GPIFが新指数に基づきESG投資を行うには今後、応募された指数の中から優れたものを選び出し、金融や経済の専門家で構成する運用委員会で審議、承認する必要がある。この審議で問題になりそうなのが、ESG投資の収益性である。

リスクを分散し、収益を長期的に安定させるESG投資の有用性についての研究が出始めており、ESG投資の収益率は通常の投資より悪くなることは少なくともないとして、資金の運用受託機関の現場責任者もESG情報を投資に活用し始めている。たとえばNatixis Global Asset Management^{*4}が15年に機関投資家のシニアクラスマネージャーに対して実施した調査^{*5}では、95%がESG情報を投資分析や意思決定に利用していると回答した。そのうちの何人かはESG情報の利用がリスクを回避に役立ち、収益を向上させる可能性があるかと答えている。ただし、ESG情報の利用が投資収益の向上に役立ったとする回答は26%にとどまる。有効性を証明する必要があり、現行のESG投資はファンドをPRするツールと64%が答えている。また、ESG投資を行う場合の課題として、運用実績を測定する難しさ

^{*4} 欧米、アジアに20を超える運用子会社を持つ運用資産総額8,745億ドルの資産運用会社。
^{*5} 2015 GLOBAL SURVEY OF INSTITUTIONAL INVESTORS. 本レポートには、29か国の機関投資家のシニアクラスマネージャー600名以上を対象にした調査結果が報告されている。

(53%)、報告における透明性の欠如(38%)、第三者機関による開示データの欠如(25%)をあげている。測定方法、運用環境などを整備して有効性を検証することがESG投資定着のための課題といえよう。

以上のことから、GPIFの運用委員会の審議では、過去のパフォーマンスやバックテスト^{*6}の結果の有用性や、投資先企業の報告書に基づく銘柄選定の正しさが議論され、採用することへの疑問も出てきそうである。ただ最終的には、安倍首相の国連サミットでの表明によって半ばESG投資の実施が国際公約となっていることから、新指数に基づくESG投資を運営委員会は認める可能性が高い。

◆ 将来30兆円になる可能性のあるGPIFのESG投資の影響

GPIFの運用委員会での新指数の審議が終了すれば、理事長の決裁を経て運用が始まる。GPIFの16年6月末時点の運用資産額が約130兆円ある。その運用内容は、日本国債などの国内債券が40%、米国国債などの外国債券が13%、短期債券が6%、国内株式は21%、外国株式は21%となっている。世界の資産運用残高のうち、ESG投資の割合は約3割、ESG投資に熱心な欧州では約6割にまで拡大している。今回GPIFが募集した新指数は対象を国内株式に限定しているが、新指数に基づく運用が成果をあげた場合は外国株式もESG投資の対象になってくる可能性が高い。仮に、GPIFが現在と同じ投資種類別の運用比率で将来国内外株式に対してESG投資を行った場合、その運用額は30兆円になる可能性がある。

なお、現行と同様の方法でGPIFが資金を運用する場合、新指数に基づく資金の運用を信託銀行や投資顧問会社などの運用受託機関に委託し、GPIFが投資先企業の株主名簿に登場することはない。そして、投資先企業から得る収益が想定した値以上であれば、GPIFが運用受託機関を通して投資先企業に長期的成長を促したり、経営の在り方に異議を唱える脅威になることはない。むしろGPIFは決められた投資対象や方針に基づき資金を運用し、銘柄や資産の積極的な入替や、組入比率の変更を行なわないので、投資先企業にとっては企業価値向上を継続している限り、ESG投資は歓迎すべきものとなる。

【藤井和則】

^{*6} バックテスト：投資理論やシステムが通用するかどうか確認するために過去のデータをもとにテストを行うこと。