

リサーチ・クリップ

2012/10/5 No.46

リサーチ・クリップでは、最近関心の高まっている環境問題や、企業の従業員・地域社会といった様々なステークホルダー（利害関係者）との関わりなどに関する記事や情報を紹介します。

ESG P&I/Oxford University 長期投資の信念に関する調査結果¹を発表（7月23日）

米国の年金資産運用専門誌ペンション・アンド・インベストメンツ（P&I）とオックスフォード大学（Oxford University）は、投資業界関係者に対して、長期投資の信念に関する調査²をインターネットを通じて行った。両者が投資信念に注目した背景には、明確な投資信念を持つことが「投資プロセスに対して論理性や一貫性を与える」（オックスフォード大学クラーク教授）からである。これは、「年金基金において投資委員会のより効率的な運営を促すための重要な手段となる」（同氏）という。以下では、ペンション・アンド・インベストメンツに掲載された調査結果に関する特集記事を紹介する。

まず、所属する組織や回答者個人における投資信念の有無に関する設問では、所属する組織が投資信念を公に持つケースは57%にとどまるものの、個人的に投資信念を持つとする回答者は87%に上ることが明らかとなっている。

次に、図表1に示す、長期投資の信念に関する主要な調査結果をみると、株式投資や長期投資は優れたリスク調整後のリターンをもたらすとする回答者が多い（①、②）。一方、パッシブ戦略やESG要因の投資プロセスへの統合は優れたリスク調整後のリターンをもたらすとする回答者は少ない（⑨、⑩）。

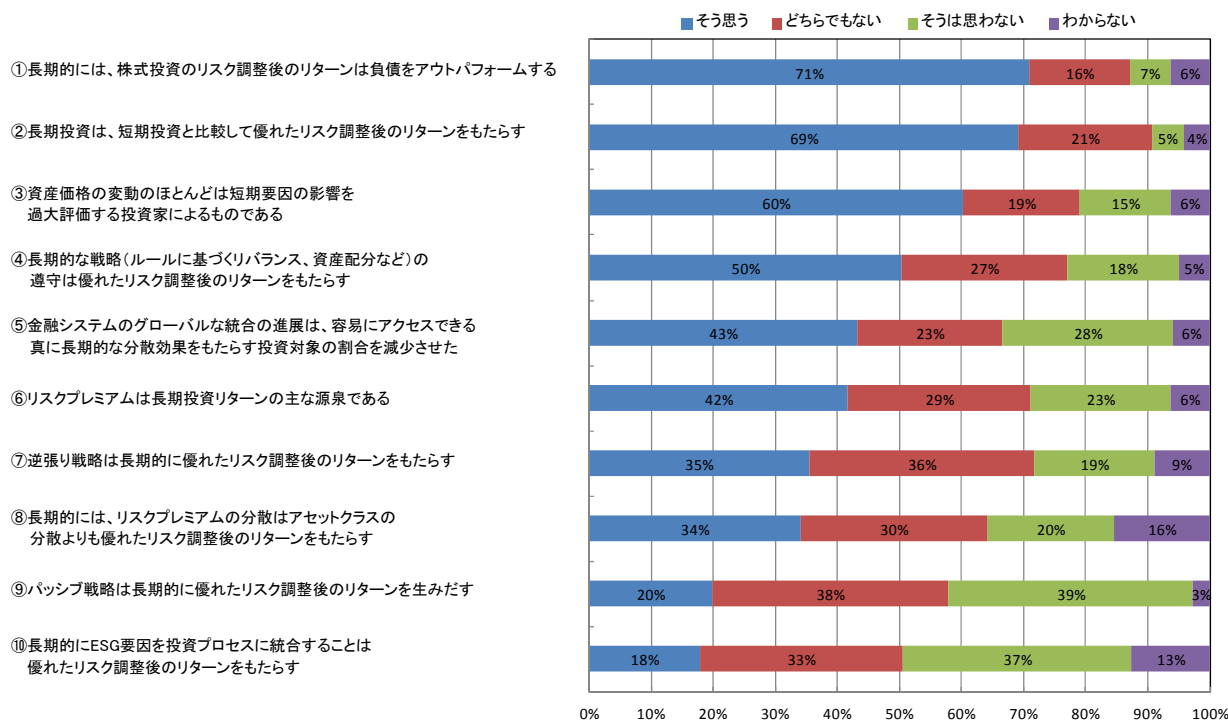
図表1には示されていないが、同調査で行われた別の設問では、ESG要因を投資プロセスに統合することによってアウトパフォームすると回答した割合は13%にとど

¹ 原文のタイトルは「Long-Term Investment Beliefs Survey Results」である。本調査では、投資信念を「経済、金融システム、社会環境、その他のリスクを含む、投資に関する推測や暫定的に有効とみなされている仮説であり、基本的な投資の意思決定に影響を与えるもの」と定義している。

² 本調査は2012年の5月から6月にかけて実施されており、685の回答が得られている。主要な回答者は、アセットオーナー（回答の34%）、アセットマネジャー（同30%）、コンサルタント（同24%）であり、回答者の97%は、自らを長期投資家と考えている。また、年金や資産運用関連業務の経験年数に関する回答者の割合は、20年以上が51%、10年以上20年未満が31%、10年未満が18%である。なお、回答者の63%が資産規模10億ドル以上の組織に所属する。ここで、アセットオーナーとは、委託を受けた資産を運用するのではなく、自己で資産を保有する機関投資家のことである。

まり、21%がアンダーパフォームすると回答している。また、残りの66%は、ベンチマーク（または期待リターン）並みと回答している。

図表1 長期投資の信念に関する主要な調査結果



出所：「P&I/Oxford University Investment Beliefs Survey Results」より NFI 作成

ESG要因は優れたリスク調整後のリターンをもたらすとする回答者は少ない。しかし一方で、ESG要因は、マネジャーがアセットオーナーから委託を受ける際により厳しく審査を受ける分野でもある。例えば、2,610億ユーロの資産を保有するオランダの大手年金基金ABP（オランダ公務員総合年金基金）は、委託先マネジャーに対して、投資信念についてはABPと対立しないことのみを求めているが、ESG要因に関しては、具体的に投資プロセスに統合することを求めている³。

ABPは投資信念をウェブサイト⁴に公開しており、他の年金基金にも影響を与えている。その中には、42億ポンドの資産を保有するイギリス最大規模の年金基金LPFA

³ このほか、ABPの投資の信念には「分散投資はコストを払わずにリターンが得られる（原文：Diversification is a free lunch）」「金融市場は完全に効率的ではなく、そのことにより利益をあげることができる」「バリュエーションは長期的には平均に回帰する」などがある。

⁴ ABP「Statement of Investment Principles 2010」（http://www.abp.nl/images/01.0014.12B_Invest_Principles_tcm160-143658.pdf）など。

(ロンドン年金基金局) も含まれる。LPFAは、投資信念を以下に示す2つの投資原則として定めている。

- ・私達は、年金債務の残存年数を考慮して、責任ある長期投資を行う。
- ・私達は、長期的なリターンを獲得する最良の方法として、投資先企業のESG要因に関するベストプラクティスが促進されることを望む。

LPFAでは、ポートフォリオの8%がサステナビリティ（持続可能性）の観点から評価される企業を投資対象とする投資戦略に配分されているほか、委託先マネジャーの過半数はUNPRI⁵の署名機関となっている。また、マネジャー選定の際には、ESGに対する調査体制が十分に整っていることや、運用に際してESGに関するリスクを統合してきた実績を求めている。

ABPとLPFAは、委託先マネジャーにESG要因に対する積極的な取り組みを求めるアセットオーナーである。このような投資家の台頭は、アセットオーナーと委託先マネジャーの間で投資信念の不一致をもたらす可能性がある⁶。

調査結果の詳細については、以下のサイトから閲覧することができる。

<http://www.pionline.com/oxford-survey>

(社会システム研究所 CSR 調査室 曾我 昂平)

⁵ United Nations Principles for Responsible Investment（国連責任投資原則）の略称。一般に、UNPRIに署名することは、ESG要因に取り組むことの意味表示とみなされる。

⁶ マーストリヒト大学のバウアー教授は、アセットオーナーとマネジャーの投資信念が一致しない可能性があることに対して警鐘を鳴らしている。例えば、ESG要因に対して肯定的な投資信念を持つアセットオーナーが、否定的な投資信念を持つマネジャーを委託先に選定した場合、委託先のESG要因の研究体制が十分でない可能性があるほか、アセットオーナーの投資信念に反するような投資行動を行う可能性があり、いわゆるエージェンシー問題が発生する。