

*** レポート ***

これからの責任投資

社会システム研究副所長 寺山 恵

要 約

責任投資はすでに 20 世紀初めにはその原型がみられ、その後、社会的責任投資 (SRI)、責任投資 (RI) と発展してきた。2006 年には国連責任投資原則が公表され、2013 年現在では 1,000 以上の機関投資家や運用機関が署名している。また、世界の運用資産残高の約 22% が責任投資に基づく運用だといわれているが、その中心はヨーロッパで、北米やオセアニアがそれに続いている。アプローチ別ではネガティブスクリーニングやインテグレーション、エンゲージメント/議決権行使の残高が大きい。一方、日本は運用資産残高では世界有数で、例えば年金基金の残高では世界第 2 位の国であり、中でも公的年金の資産残高は世界で最も大きい。しかし、責任投資については取り組みがほとんどみられない。これからも責任投資はインテグレーションやエンゲージメント/議決権行使を中心に増えていくと考えられる。日本の公的年金が責任投資に対する方針を明らかにすれば注目されるだろう。

目 次

1. はじめに
2. 責任投資の歴史概観
 - 2.1 プレ SRI 時代
 - 2.2 SRI の時代：機関投資家の参入
 - 2.3 RI の時代：企業価値への影響
3. 海外責任投資の現況
4. 日本の責任投資の現況
5. これからの責任投資
 - 5.1 SRI は現状維持
 - 5.2 インテグレーションとエンゲージメントが拡大する
 - 5.3 日本からの発信を世界は待っている

1. はじめに

機関投資家が責任投資または ESG 投資（2.3 参照）を進める上で指針になるようにと作られた国連責任投資原則（Principles for Responsible Investment, 以下 PRI）に、2013年5月現在 269 の年金等最終投資家を含む 1,198 機関が署名している¹。一方、日本では 27 機関に留まっており、その内年金基金は 3 基金のみである。PRI では日本ネットワークを立ち上げ、日本での PRI の認識を高め、署名機関を増やそうとしている。その日本ネットワークの啓蒙活動の一環として年金基金を対象とした責任投資に関するセミナー²が開催され、筆者はそこで海外責任投資の事情を紹介する機会を得た。PRI が公表されたのは金融危機前の 2006 年のことだったが、それから 7 年を経たにも係らず、残念ながら日本において責任投資が大きく進展するということにはなかった。一方、海外では責任投資に対する認識は着実に広まっているようである。

本稿では、当セミナーでの内容と、同時に紹介しきれなかった部分について補足し、報告する。加えて、海外と日本の違いを検証した上で、これからの責任投資の行方について議論する。

2. 責任投資の歴史概観

2.1 プレ SRI 時代

1900 年代初期の米国ではすでに、キリスト教の教会などが宗教上の理由から煙草、アルコール、ギャンブルといった産業を投資対象から除外するということが行われていたようである。1960 年代に公民権運動が盛んになると、社会目的に沿った投資や株主提案などが社会運動の一環として利用されるようになる。1970 年代から 80 年代にかけて米国で盛んになった南アフリカに対する不投資運動は、南アフリカのアパルトヘイトの終焉に結びついたとされ、投資を手段として利用した社会運動のひとつの成功体験となっている³。現在でも米国ではスーダンやミャンマーに対する不投資運動が大学等で盛んであり、これらの国への不投資決議が州議会で決議されている州もある。英国でも宗教団体の教義に基づく投資から、1960 年代には金融モラルを求める運動が発展し、

¹ 国連責任投資原則ホームページより (<http://www.unpri.org/>)

² PRI 2013 年 ESG 投資セミナーシリーズ第 1 回「責任投資の潮流」2013 年 6 月 14 日開催

³ 南ア不投資運動については、

http://en.wikipedia.org/wiki/Disinvestment_from_South_Africa#Comprehensive_Anti-Apartheid_Actなどが詳しい。

慈善団体や教育機関、個人へと広がっていった。

2.2 SRI の時代：機関投資家の参入

1990年になり、英国人のジョン・エルキントンが「トリプルボトムライン⁴」を提唱、企業の社会的責任（CSR）という考え方が広まった。それに伴い、企業の CSR 評価に基づく投資、すなわち社会的責任投資（SRI）を実践する年金基金などの機関投資家が現れてきた。

しかし、SRI において元々行われていた問題のある特定銘柄やセクターへの投資を忌避する投資手法、いわゆるネガティブスクリーニングでは、理論上ユニバースを狭めることになりパフォーマンス上不利になる恐れがあった。この時代は、年金基金が SRI に取り組む際、社会的な目的のため投資パフォーマンスを犠牲にすることが、年金基金の受託者責任違反にあたるのではないかという議論があり、社会的な目的と投資リターン追求のバランスを取ることが必要となっていた。そこで、「悪い」企業を排除するのではなく、CSR に優れた企業を選んで投資すれば、社会的に「良い」企業への投資と同時に株価リターンも期待できるのではないかというポジティブスクリーニングという考えに基づくアプローチが考案された。例えば各セクター内で CSR 評価順に銘柄を並べ、評価の高い企業をポートフォリオに組み入れるといったベストインクラスと呼ばれる方法である。これにより、セクター分散もできることからベンチマーク運用も可能な点で機関投資家に受け入れられやすかった。

年金の受託者責任違反問題については、米国では企業年金の受託者責任を規定したエリサ法と SRI の整合性について、SRI 運用機関であるカルバート社が「パフォーマンス的に他の戦略と伍するならば」という条件付きで SRI への投資に問題がないという米国労働省見解⁵を引き出すことに成功した。一方、英国では 2000 年の年金法改正のときに、「投資プロセスにおいて非財務要因、例えば倫理、社会、環境といった課題に対するアプローチについて開示を要求」したことから、年金基金の SRI への取り組みについて間接的な承認が与えられたと理解された⁶。こうして、機関投資家が責任投資に

⁴ 企業の財務上のボトムライン（当期利益欄のこと）だけでなく、社会面や環境面からも企業を評価すべきだという考え方。エルキントンは People, Planet, Profit と表現した。これが CSR の基本概念となった。

⁵ Calvert DOL Advisory Opinion Letter (1998) (<http://www.dol.gov/ebsa/programs/ori/advisory98/98-04a.htm>)

⁶ 開示を要求される以上、年金基金がやってはいけないものではない、ということになる。

取り組む環境が整ってきた。

2.3 RI の時代：企業価値への影響

国際政治の担い手として各国政府に加えて NGO・NPO が注目されるようになってきたが、グローバル化が進むにつれ、グローバル企業や金融機関もその経済活動の規模から意識されるようになってきた。国連のアナン事務総長（当時）が世界経済フォーラム（ダボス会議）で「機関投資家の皆さん、世界はあなたがたの掌の上にある」と呼び掛け、2006年に機関投資家の国際共同イニシアティブとして PRI がニューヨーク証券取引所（NYSE）にて公表された。

この PRI において、初めて ESG という言葉が使われた。環境（Environmental）、社会（Social）、コーポレートガバナンス（Governance）という一見脈絡のないように思われる 3 つのキーワードは、これまでの倫理投資や SRI、その他すでに様々な団体に実践されているものから集約した結果だそうである。また、PRI ではこれら非財務要因である ESG 要因が「企業価値に影響を与える」、株式以外の資産クラスを意識して言い換えれば、投資機会とリスク、すなわち投資パフォーマンスに影響を及ぼすとの認識に立ち、責任投資を実践すべきとしている。そのため、必ずしも社会的責任投資（Socially Responsible Investment）の「Socially」が強調されなくなり、単に責任投資（Responsible Investment）となった。これにより、あまり「社会問題の解決」という部分にこだわってはいないが、ESG 要因は大事と考える投資家にも実践する道を開いた。

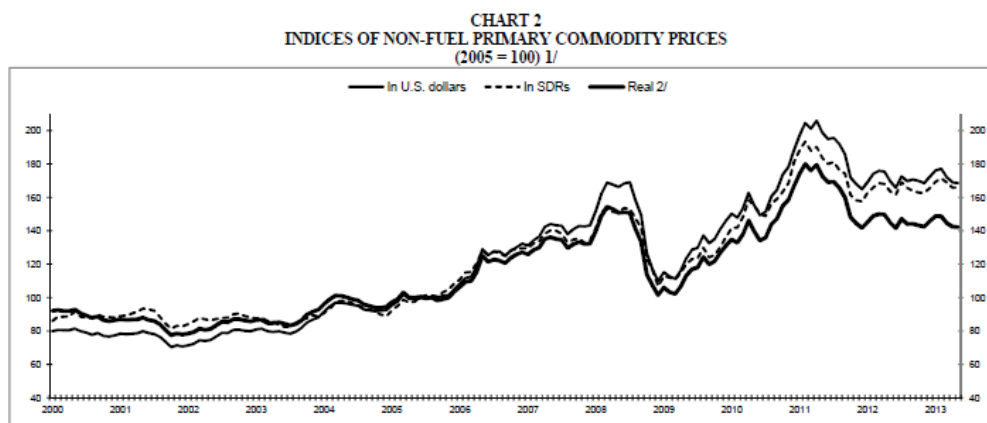
また、PRI 公表に先立ち、これまで資産運用業界に根強くあった受託者責任問題を解決するために、フレッシュフィールドズ・ブルックハウス・デリンガー法律事務所が法律見解をまとめた。その中で「ESG 要因と財務パフォーマンスに関係があることが認識されているならば、ESG 要因を投資分析においても組み入れるのが筋」とした上で、ESG 要因の考慮は受託者責任を果たすためにも必要な要素として、受託者責任問題が無いことを宣言した⁷。

一方、この時期は世界経済の中でも ESG 要因に関するマクロテーマが強く意識された時代でもあった。例えば、温暖化排出ガスの問題について、英国政府の依頼を受けて

⁷ Freshfields Bruckhaus Deinger(2005). A legal framework for the integration of environmental, social and

スターン卿が 2006 年に公表した「気候変動の経済学」では、「温暖化を放置すればその経済コストは莫大で、早期に対策を講じること（温暖化ガスの排出削減）が必要だが、それによって世界経済の成長は持続できる」ことを述べている。この他にも、気候変動枠組み条約の締結国会議（COP）が議論のたたき台とする、気候変動に関する政府間パネル（IPCC）の第4次評価レポートの中で、「地球は温暖化しており、その原因は人類が排出する温暖化ガスである」として、温暖化効果ガス排出削減が人類の待ったなしのテーマとの認識が一般の人々の間にも広まった。

図表 1 商品価格指数(除くエネルギー)の推移



(出所) IMF Primary Commodity Prices

また、第2次大戦後、一貫して下落してきた穀物価格が2004年ごろから高騰しはじめ（図表1参照）、その原因を人口増加や途上国の経済発展に求める食糧難問題とする説も多く囁かれた⁸。また、2011年には世界人口が70億人の大台に乗ったと推計され⁹、今世紀末には100億人に達するとの予想もあり、多くの人々が地球は人類で混み過ぎかどうか不安に感じ、持続可能性やサステナビリティといった言葉をよく見かけるようになった。

そして、コーポレートガバナンスの分野でも、金融危機、巨額の不祥事件や原油流出事故など、巨大過ぎるグローバル企業の影響力の大きさに人々は目を見張り、企業の暴

governance issued into institutional investment

⁸ 上昇トレンドは明らかだが「説」にすぎない。金融危機のときに一旦は暴落している。

⁹ 国連（2011）世界人口白書2011によれば70億人到達は2011年10月31日。

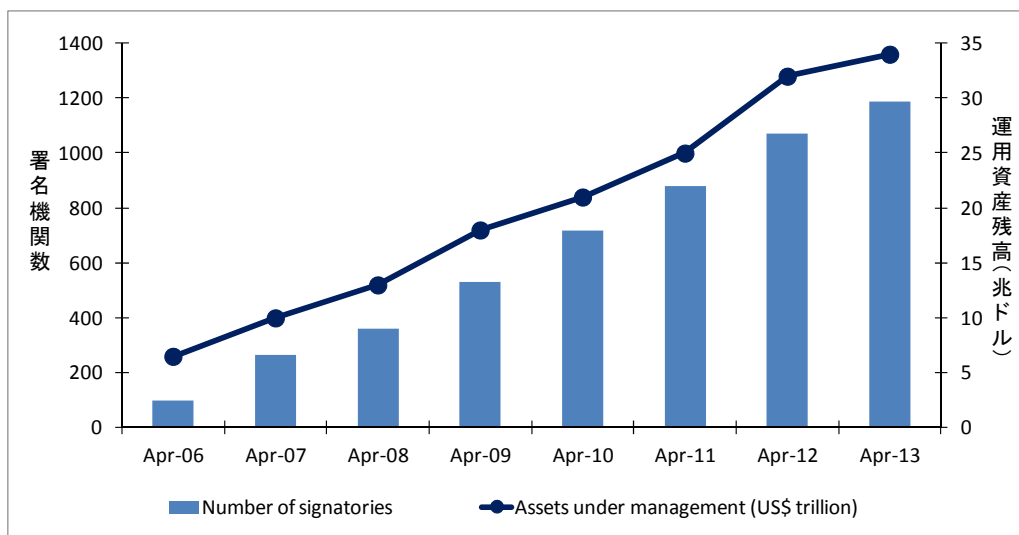
走を食い止める必要性が一層認識されたのである。グローバル企業の経営のコントロールについて、現代の大株主である年金基金など機関投資家の投資家責任もまた問われることとなったのである。

3. 海外責任投資の現況

2006年の責任投資原則の公表から7年経ったが、その後世界で責任投資は拡大しているのだろうか。責任投資は草の根的に広がったことや厳密な定義が確立していないこともあって、正確なデータを得ることはなかなか難しい。各地域のNPOなどがアンケート調査によって責任投資残高を集計しているが、どこまでを責任投資に含めるかについても地域によって差がある。

責任投資の規模を測るものとして、ひとつには前述のPRIへの署名機関数がある。PRIは署名したからといって何らかの義務が発生するものではないが¹⁰、PRIへの署名は責任投資に対するコミットメントを示しているため、署名機関は何らかの責任投資の実践をしているか、または実践するという目標を立てていると考えられる。

図表2 国連責任投資原則（PRI）署名機関数と運用資産残高の推移



(出所) PRI ホームページ (<http://www.unpri.org/about-pri/about-pri/>)

¹⁰ 年会費と評価レポートの提出は求められる。

図表2にあるように、PRIは2006年の公表時は65機関の署名でスタートしたが、2013年5月現在、1,198機関、運用資産残高で34兆米ドルを超えている¹¹。途中、署名機関に対して求めていた寄付金が強制的な会費になり、PRIの実践適用状況に関する評価レポートの提出が隔年から毎年に変更されたが、それでも署名機関数は順調に伸びている。但し、運用資産残高については、年金基金など最終投資家と委託運用を行っている運用機関の両方がカウントされていることや、必ずしも全運用資産が責任投資化しているわけではない点を差し引いて考える必要はある。

また、PRIの署名には、Asset Owners(年金基金など最終投資家)、Investment Managers(運用機関)、Professional Service Partners(年金コンサルのような関係会社)の3つのカテゴリがある。ここ数年の内訳は、図表3のようになっている。

図表3 直近3年のPRI署名機関数(カテゴリ別)

	2011	2012	2013	2年間の差
Asset Owners	236	254	269	+33
Investment Managers	522	640	743	+221
Service Partners	162	177	186	+24
合計	920	1071	1198	+278

(出所) PRI 各年 Annual Report から NFI 作成

公表からしばらくの間は最終投資家の方が運用機関より多かったが、最近の傾向として運用機関の署名が急速に増加している。主な年金基金など最終投資家の署名はだいたい終了し、最近、SRIファンドなどに特化している運用機関だけでなくメインストリーム¹²といわれる大手運用機関が署名を急いでいるようだ。運用機関最大手のブラックロックをはじめ、フィデリティ、ゴールドマンサックスAM、ピムコ、フランクリンテンプレトンなど米国の大手運用機関もすでに署名済みである。PRIは責任投資のやり方を指南するのではなく、「責任投資やります」というコミットメントを宣言することなので、責任投資の実践については自己探求に任されている。したがって署名したからといって特定の責任投資をやらなければいけないということはない。運用機関の急激な

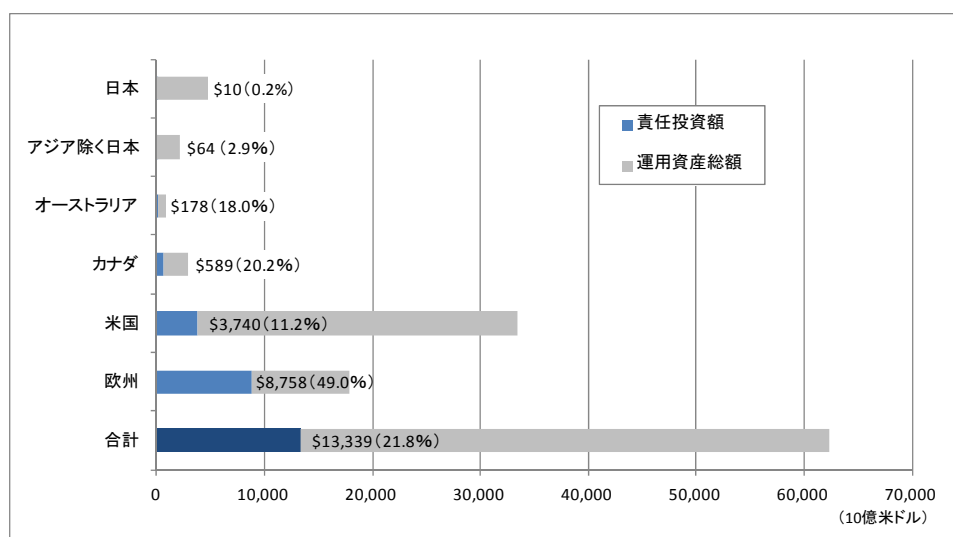
¹¹ PRI ホームページ: <http://www.unpri.org/>

¹² 責任投資でない通常の運用をメインストリームという。

増加の理由は、欧州の公的年金など責任投資に熱心な年金基金の委託運用獲得のための便宜上として署名する運用機関が多いとも考えられるが、それでもメインストリームの運用機関が ESG 要因に関して無関心ではいられなくなっていることの表れには違いない。

では、実際に責任投資で運用されている資産はどれくらいあるのだろうか。US SIF¹³ や EuroSIF¹⁴ など各地域の責任投資を啓蒙推進している NPO 諸団体が連携して¹⁵まとめた 2012 Global Sustainable Investment Review (以下、GSI Review) によると、世界7地域の責任投資 (GSI Review においては Sustainable Investment) の合計は 13.6 兆米ドル、これらの地域の運用資産総額の 21.8%に達するという(図表 4 参照)¹⁶。ただし、この数値は地域によってアンケート調査や利用できる他の統計が異なるため、単純に足し合わせることはやや乱暴かもしれない。啓蒙推進をミッションとする業界 NPO は「我が責任投資」の規模を大きめに見せるという傾向があるかもしれない。

図表 4 地域別責任投資残高と資産運用全体に占める割合



(出所) 2012 Global Sustainable Investment Review から NFI 作成

¹³ US SIF – The Forum for Sustainable and Responsible Investment (<http://www.ussif.org/>)

¹⁴ EuroSIF は EU 内の各国の SIFs (Sustainable Investment Forums)をパートナーとする団体 (<http://eurosif.org/network/sifs>)

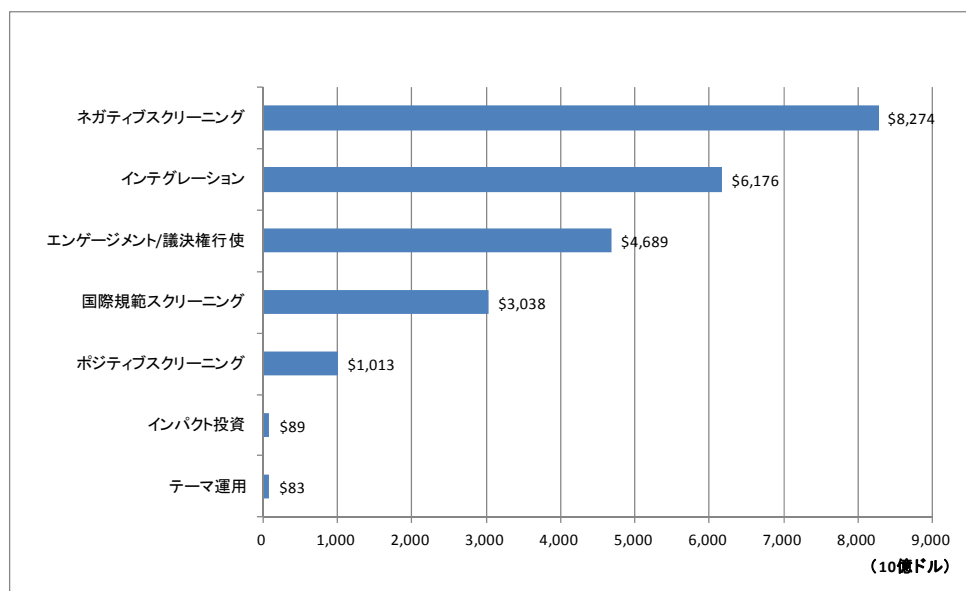
¹⁵ Global Sustainable Investment Alliance (GSIA)、メンバーは Eurosif、US SIF、SIO(カナダ)、RIAA (APAC)、ASrLA (アジア) の 5 団体、その他に SIF-Japan と AfricaSIF.org がレポート作成に協力。

¹⁶ Global Sustainable Investment Alliance(2012). 2012Global Sustainable Investment Review ここで は”Sustainable Investment”と呼んでいる。

地域別では欧州の責任投資の資産額が最も多く、資産運用全体に占める割合はほぼ半分となっており、責任投資が非常に進んでいることがわかる。一方、米国の責任投資資産額は資産運用全体からみると約1割強であり、運用額をみても欧州の半分に満たない。また、カナダやオーストラリアについてみると、資産運用の2割程度が責任投資となっている。これに対して、アジアにおける責任投資の運用額はかなり小さく、日本の資産運用総額自体は米国に次いで2位の規模であるにもかかわらず、責任投資の運用額はほぼ無視できるものとなっている。

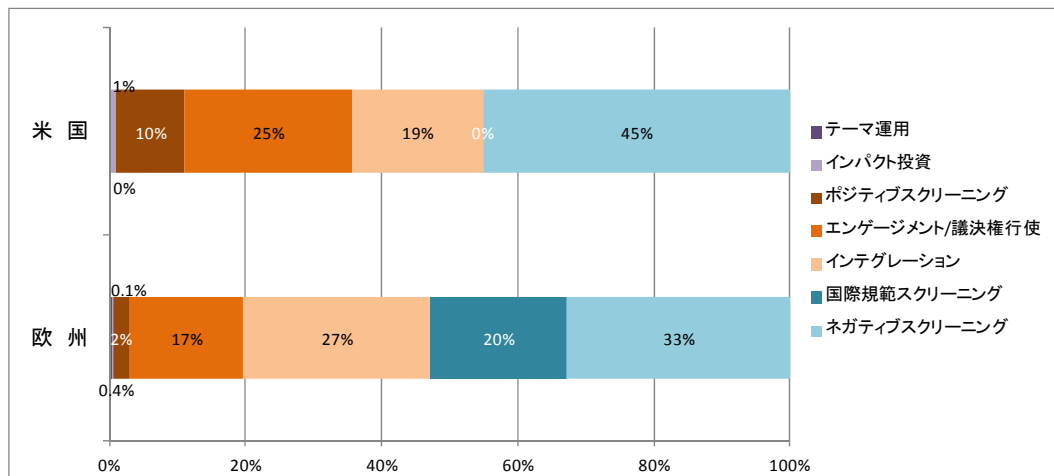
責任投資の実践にはいくつかのアプローチがあり、GSI Review では7つに分類されている（図表5参照）。このうち「ネガティブスクリーニング」は、武器やたばこ、アルコールといった特定の銘柄やセクターを投資対象から除外するものであり、欧州、米国共に残高が最も多い。このほか、欧州では基本的な国際規範を準拠している企業を投資対象とする「国際規範スクリーニング」も多く行われている。国際規範の最も一般的なものは国連グローバルコンパクトである¹⁷。これらは、基本的にはSRIとして認識されているものである。

図表5 アプローチ別責任投資残高（重複回答）



(出所) 2012 Global Sustainable Investment Review から NFI 作成

図表6 米国と欧州の責任投資のアプローチ別内訳



(出所) 2012 Global Sustainable Investment Review から NFI 作成

「インテグレーション」は通常の投資プロセスの中において、財務分析に加えて ESG 要因分析を組み入れるもので、アクティブ運用に取り入れられていると考えられる。ただし、通常の投資と責任投資の線引きを行うことは難しく、またメインストリームの運用機関からは非財務要因を考慮することは通常の投資プロセスであって、ことさら責任投資と区別する必要はないという批判も寄せられている。このほか、アクティブ運用と思われるものは「ポジティブスクリーニング」であるが、欧州よりは米国で実践されており、残高は意外に多くない。サステナブルテーマ、クリーンテクノロジー、再生可能エネルギー、最近では農業や森林等も含む ESG 関連のテーマは、上場株式に留まらず、PE やインフラファンドなどにも展開しているが、残高は小さい。「テーマ運用」は主に欧州であるのに対して、責任投資の最先端になる「インパクト投資（コミュニティ開発を含む）」は米国が中心であり、その残高でみる規模は限られている。（以上図表6のアプローチ別割合参照）

最後に、「エンゲージメント/議決権行使」であるが、これは上場株式の戦略において、株主行動に ESG 要因を反映させることをいう。エンゲージメントは議決権行使よりも前の段階において、ESG 要因のなかでも経営に重要性があると思われる項目について、

¹⁷ Eurosif(2012). European SRI Study 2012

経営陣の考え方などを株主から問い合わせ話し合いを持ち、ときには懸念を表明し改善を促すというもので、米国では「ネガティブスクリーニング」に次いで2番目に残高の多い責任投資手法となっている。この手法は、投資プロセスに組み入れることではないが、PRI 第2原則において株主行動が挙げられており、欧米では代表的な責任投資実践方法の1つになっている。また、エンゲージメントの段階で効果が得られなかった場合は、ESG 要因に関連する株主提案やプロキシファイト¹⁸に進む場合がある。こういった株主提案は、過半数を得ることはほとんどないが、メディアに取り上げられ耳目を集めることも多い。投資プロセスへの組み入れが難しい株式パッシブ運用においてもエンゲージメント/議決権行使のアプローチによって、責任投資を実践することができる。

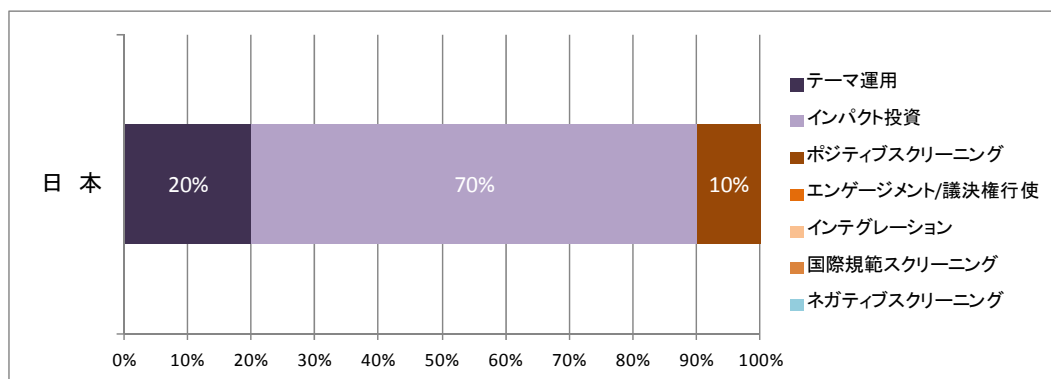
このように、責任投資は欧米が中心で、最も長い歴史を持つ SRI が責任投資全体の半分近くになる。残り半分は、ESG 要因に関連したエンゲージメントや ESG 要因を通常の投資プロセスの中に組み入れていくインテグレーションなどが多く行われている。これらの運用手法は「社会的な課題解決」を追求するよりは、パフォーマンス追求のために ESG 要因を考慮しているといえる。また ESG 要因に特化したアルファ追求の運用としては「テーマ運用」があるが、最近注目を集めている「インパクト投資」同様、従来のアプローチに比べると残高は多くない。

4. 日本の責任投資の現況

前出の GSI Review によると、日本における責任投資の運用資産残高は 100 億米ドル（日本円にして約 1 兆円）となっており、世界の責任投資残高の 0.1% に満たない。国内の資産運用残高に対する比率も 0.2% と、金額的には極めて小さい。日本の責任投資のアプローチ別割合をみると、その内訳はインパクト投資が 70% を占める一方、テーマ運用とポジティブスクリーニングがそれぞれ 20%、10% となっている（図表 7）。欧米の責任投資で最も残高の大きいネガティブスクリーニングや国際規範スクリーニングといった SRI は日本では全くみられない。また責任投資の中心であるインテグレーション、エンゲージメント/議決権行使といったアプローチも日本においてはみられない。

¹⁸ 経営陣と対立する株主提案について多数派工作をすること。

図表7 日本の責任投資のアプローチ別割合



(出所) 2012 Global Sustainable Investment Review から NFI 作成

GSI Review に協力している SIF-Japan によると 2012 年 12 月現在の SRI 残高は投資信託が 2,272 億円であり、社会貢献型債券が 5,326 億円となっている¹⁹。これらの数値は、いずれも個人向け商品のみを集計したものであり、年金基金などの機関投資家は含まれていないものと思われる。社会貢献型債券はインパクト投資、投資信託はテーマ運用とポジティブスクリーニングにそれぞれ分類されているようだ。一方、年金基金など機関投資家の運用状況については、マーサージャパンが毎年運用機関向けのアンケート調査を通じて年金向け受託商品について調べており、2012 年の年金向け運用商品のうち責任投資に関連するものは約 450 億円程度となっている²⁰。このアンケート調査がすべてをカバーしているわけではないものの、おそらく年金基金の投資残高は 1,000 億円を超えることはないだろう。したがって、日本の責任投資の規模は多く見積もっても全体で 8,600 億円程度であり²¹、その 88%が個人で、機関投資家の割合は 12%程度ということになる。GIS Review によれば、世界全体では責任投資に占める機関投資家の割合が 89%で、個人が 11%とされているので、ちょうど日本と世界は機関投資家と個人の割合が逆転している。

一方、代表的な機関投資家である年金基金についてみると、日本の年金基金の運用総額は米国に次いで世界 2 位、17.3%を占めており、3 位の英国の 3 倍の規模がある。(図表 8 参照)

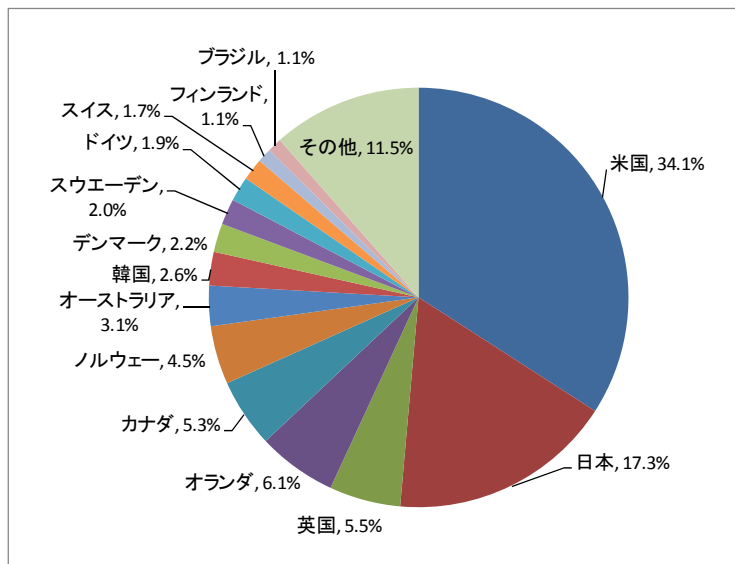
¹⁹ 社会的責任投資フォーラム (SIF-Japan) ホームページより

(<http://www.sifjapan.org/document/srimkt.pdf>)

²⁰ 「マーサー・2012 商品サーベイ」参照

²¹ 投資信託 2,272 億円+社会貢献型債券 5,326 億円+企業年金 1,000 億円=8,598 億円

図表 8 世界トップ 300 年金の資産額の国別割合



(出所) P&I/TW 300 analysis Year end 2011 から NFI 作成

図表 9 は資産額に関する世界上位 20 の年金基金の一覧を示したものである。日本では年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)の残高が突出しており、地方公務員共済組合連合会、企業年金連合会が続いている。そのほかにも 21 位に国民年金基金が位置しており、日本の公的年金のプレゼンスの大きさがわかるが、いずれも PRI に署名していない。一方、トップ 20 のうち欧米の年金基金を中心に 12 機関が PRI に署名しており、日本の公的年金の無関心ぶりが目立つ。

図表9 世界の資産額トップ20の年金基金

順位	年金基金名	所在国	投資額 (単位:億ドル)	PRI署名
1	年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)	日本	13,949	
2	Government Pension Fund	Norway	5,755	○
3	ABP	Netherlands	3,204	○
4	National Pension	South Korea	3,140	○
5	Federal Retirement Thrift	U.S.	2,814	
6	California Public Employees	U.S.	2,206	○
7	地方公務員共済組合連合会	日本	1,995	
8	Central Provident Fund	Singapore	1,598	
9	Canada Pension	Canada	1,587	○
10	Employees Provident Fund	Malaysia	1,539	
11	PFZW	Netherlands	1,505	○
12	California State Teachers	U.S.	1,395	○
13	National Social Security	China	1,367	
14	New York State Common	U.S.	1,338	○
15	New York City Retirement	U.S.	1,307	○
16	ATP	Denmark	1,216	○
17	Florida State Board	U.S.	1,208	
18	企業年金連合会	日本	1,184	
19	Ontario Teachers	Canada	1,148	○
20	GEFF	South Africa	1,121	○

(出所) P&I、PRI ホームページより NFI 作成

このように、日本の責任投資の運用総額が欧米に比べて極端に少ない理由として、SRI 投資家が存在しないこと、機関投資家、中でも公的年金が責任投資を行っていないことが挙げられる。

5. これからの責任投資

5.1 SRI は現状維持

現状では、責任投資の半分はネガティブスクリーニングを主体とする SRI であるが、この傾向は今後も変わらないだろう。大学の寄付基金や財団、年金基金にはミッションドリブンといわれる社会的責任投資に注力する投資家が存在する。また、個人はいつでも信念や嗜好を投資に反映させる用意があるだろう。例えば、プロテスタントの教会職員の年金はアルコール関連の企業やカジノには投資できないといったことや、親を肺がんで亡くした個人は煙草会社がたとえ儲かるとしても投資先から除外したいといったことが挙げられる。これらの SRI は今後も拡大していくと思われるが、爆発的に増え

るということはないだろう。なぜなら、ネガティブスクリーニングをやりすぎるとユニバースが極端に小さくなり、パフォーマンスが悪化する恐れがあるため、銘柄の排除は緩やかなものにならざるを得ないからである。したがって、それほど市場で SRI が意識されるような株価の動きがあるわけではないので、既存の社会的投資家以外にそう多くの追随者が出ることもないと思われる。一方、排除された企業側もそれほど気にしないだろう。ただし、世界の金融資産の積み上がりをみれば²²、PRI を呼び掛けたアナン元国連事務総長同様、巨額の投資資金がどこに投じられるかによって世界の行方を左右すると考える人は多く、社会運動の手段として投資を利用しようとする動きは今後も続くと考えられる。投資で社会的な課題を解決しようとするインパクト投資の分野も拡大していくだろう。

5.2 インテグレーションとエンゲージメントが拡大する

一方、とくに「社会的」ではない多くの年金基金にとっても、ESG 要因は企業価値や投資パフォーマンスに影響を及ぼすものとして、資産運用上見過ごすことはできないだろう。どの ESG 要因が投資アイデアとなりうるのか、どうすればそれを反映したポートフォリオが構築できるのか、といったことは、これまでの投資哲学や投資手法と同様、そう安易に見つけられるものではないが、PRI に署名した運用機関がここ 2 年で 200 社以上あることを踏まえれば、メインストリームの運用機関も参入してインテグレーションの努力は続けられるだろう。また、株式投資については、大株主としての行動、エンゲージメント/議決権行使のアプローチが注目されると考えられる。巨額の資金を運用する公的年金はパッシブ運用部分が大きく、ベストインクラスやインテグレーションを通じたアクティブ運用での責任投資の実践だけでは限界がある。また、機関投資家はコーポレートガバナンスを担う当事者であり、企業行動へ影響を与えることにより、企業価値向上につなげる役回りが期待されている。

5.3 日本からの発信を世界は待っている

最後に、日本についてであるが、今まで見てきたように責任投資への取組みの鍵は公

²² マッキンゼーによれば 2006 年の世界の金融資産は 167 兆ドル、世界の GDP の 350% に達するという (McKinsey Global Institute (2008) Mapping Global Capital Markets: Fourth Annual Report)。

的年金にある。GPIF や公務員共済など公的年金（資産総額 200 兆円）では資産運用の見直しが予定されており、株式運用の拡大やグローバル分散投資が検討されるという²³。世界最大の資金量を誇る GPIF をはじめとする日本の公的年金が責任投資に対してどのような取り組み方針を持っているのか、また株式運用を本格化させるのであれば、巨額の機関投資家としてどのようなエンゲージメント/議決権行使の方針を持つのか、世界の注目を集めるところである。1,000 以上の年金や運用機関が PRI に署名し、ESG 要因が投資に関係すると考えている。少なくとも責任投資をどう考えるかについて整理した上で、国際社会へ発信していくことが必要だろう。

一方、本邦企業にとっては、欧米の年金基金などの責任投資を実践する投資家から株式を保有される場合、ESG 要因に関連したエンゲージメントや株主提案を受ける機会が多くなると考えられる。海外のグローバル企業の中には欧米の公的年金などからのエンゲージメントが経営判断のきっかけになることもあるという。こういった欧米公的年金を代表とする責任投資家からのエンゲージメントは、敵対的なものではなく機関投資家株主と企業経営者とのコミュニケーションの場であり、投資家の考えを知る良い機会となる。良い関係を築くことによって、長期保有の株主を獲得する機会になるのではないだろうか。

本年 6 月に公表された産業競争力会議の成長戦略（素案）²⁴においても、「成長の道筋」に沿った主要な施策例の中に、「機関投資家が対話を通じて企業の中長期的な成長を促すなど受託者責任を果たすための原則（日本版スチュワードシップ・コード）」の検討が挙げられている。スチュワードシップ・コードは、運用機関や年金基金、保険会社などの機関投資家に対してエンゲージメントを促すコードである²⁵。ESG 要因に関連したことばかりがテーマになるとは限らないが、日本にも機関投資家と企業経営者が、企業価値向上を目指して様々なテーマについて活発にやり取りをする時代がやってくるかもしれない。

²³ 年金積立金管理運用独立行政法人 2013 年 6 月 7 日付けプレスリリース「年金積立金管理運用独立行政法人 中期計画の変更について」 (http://www.gpif.go.jp/topics/2013/pdf/midterm_plan_02_henko.pdf)

²⁴ 第 11 回産業競争力会議 資料 1-1 (<http://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/skkaigi/dai11/siryou.html>)

²⁵ マーサー (2011) Stewardship Codes: An emerging global Phenomenon (<http://www.mercer.com/referencecontent.htm?idContent=1428860>)

参考文献

- Calvert DOL Advisory Opinion Letter (1998). Retrieved from
<http://www.dol.gov/ebsa/programs/ori/advisory98/98-04a.htm>
- Eurosif (2012). European SRI Study 2012. Retrieved from
<http://www.eurosif.org/research/eurosif-sri-study/sri-study-2012>
- Global Sustainable Investment Alliance (2012). 2012 Global Sustainable Investment Review. Retrieved from <http://www.gsi-alliance.org/>
- McKinsey Global Initiative(2008). Mapping Global Capital Markets: Fourth Annual Report. Retrieved from <http://www.mckinsey.com/>
- OECD(2006). Recent Trends and Regulatory Implications in Socially Responsible Investment For Pension Funds. Retrieved from
<http://www.oecd.org/investment/mne/38550550.pdf>
- Principles for Responsible Investment (2010,2011,2012). PRI Annual Report 2010, 2011, 2012. Retrieved from <http://www.unpri.org/publications/>
- Signatories to the Principle for Responsible Investment (2013). Retrieved from
<http://www.unpri.org/signatories/signatories/>
- Towers Watson (2012). P&I / TW 300 analysis, Year end 2011. Retrieved from
<http://www.towerswatson.com/>