

企業年金とESG投資

2006年に国連責任投資原則（PRI）が策定されて以来、グローバルでは環境（E）・社会（S）・ガバナンス（G）等の非財務情報も考慮した投資（ESG投資）が拡大を続けている。また、日本においても、GPIFのPRIへの署名等を受け、ESG投資への注目が高まっている。ただし、GPIFは100年先を見据えた制度設計がなされている年金財政を担う「超長期投資家」であり、また資本市場を幅広くカバーする「ユニバーサル・オーナー」であるという特徴をもつため、GPIFがESGを考慮するメリットは理解しやすいが¹、企業年金はESG投資にどのように取り組めばよいのだろうか。今回は、企業年金がESG投資へ取り組む意義や受託者責任との関係等につき整理する。

■ESG投資になぜ取り組むのか

そもそも企業年金はなぜESG投資に取り組むのだろうか。企業年金は、加入者・受給者に対する年金給付等の支払いを将来にわたり確実にを行う必要があり、長期的に投資リターンを確保することが求められる。そのため、投資先企業を評価する際には、「どうすれば企業が長期的に存続・成長できるか」という観点から、利益を持続的に生み出す力やリスク管理能力を見出す必要がある。

グローバルでは、環境、社会に関するリスクが従前に比べ大きくなっており、将来的に新たな規制の制定・社会的要請が増大、企業に財務的負担やレピュテーション・リスクが生じる可能性が高まっている。一方で、逆にこうした課題への先進的な取り組みは、市場拡大のチャンスにもつながる。

これらの情報は財務情報としては直接表れないが、時間の経過とともに売上もしくは費用などの財務価値に転化するため、投資の時間軸が長期になればなるほど、こうしたESG情報をはじめとした非財務情報が重要となる。

一般的に投資先企業を持続的成長の観点から評価するのは直接的には運用機関であるものの、企業年金は、運用機関との間で投資時間軸を共有し、また運用受託機関の中長期的な投資行動を後押しする役割を期待されている。

なお、グローバルなアセットオーナー（公的／企業年金及び寄付基金等）へのアンケート結果（2017年実施／回答数118件）によると、ESG投資を行う理由として約8割がリスクマネジメント（ダウンサイドリスクの回避）やリターン獲得を挙げている²。

【図表1：「グローバルリスク報告書」による
 経済的に負の影響が大きいリスク上位5の推移】

2007	2008	2009	2016	2017	2018
資産価格の崩壊	資産価格の崩壊	資産価格の崩壊	気候変動の緩和や適応への失敗	大量破壊兵器	大量破壊兵器
グローバル化の抑制	グローバル化の抑制	グローバル化の抑制	大量破壊兵器	異常気象	異常気象
国家間戦争	中国経済成長鈍化	石油・ガス価格の急騰	水危機	水危機	自然災害
パンデミック	石油・ガス価格の急騰	慢性疾患	大規模な非自発的移住	巨大自然災害	気候変動の緩和や適応への失敗
石油ショック	パンデミック	財政危機	エネルギー価格の変動	気候変動の緩和や適応への失敗	水危機

■ 経済 ■ 環境 ■ 地政学 ■ 社会

（ご参考）「グローバルリスク報告書」は毎年1月に世界経済フォーラムの年次総会（通称ダボス会議）で発表される。負の影響の大きいリスクは、2010年頃までは経済や金融リスクが上位を占めていたが、近年では環境・社会リスクが上位を占める。

（出所）MARSH&McLENNAN「第13回グローバル報告書」等よりみずほ総研作成

■ESG投資と受託者責任との関係

ESGの考慮が投資の財務リターン（リターン獲得・リスク低減）に影響するかどうかは、受託者責任の観点からも重要である。企業年金は、善管注意義務（社会通念上要求される程度の注意を払わなくてはならない）及び忠実義務（加入者等の利益を犠牲にして加入者等以外の者の利益を図ってはなら

¹ 「ユニバーサル・オーナー」とは巨額の資金を幅広く分散して運用する投資家のこと。資本市場全体を保有していることとなるため、そのポートフォリオのリターンは、金融市場の安定性や経済・社会全体の状況の影響を大きく受ける。またESGに係るリスクは長期であるほど顕在化する可能性が高いため「超長期投資家」であるGPIFがESGを考慮することは財務的にも合理的であるといえる。

² Pensions&Investments June18, 2018 記事より その他の理由は「基金の使命」「受益者等の要請」「業界の動向」等

ない)を負っている。ESG投資が加入者等の利益(投資の財務リターン)以外の社会的な利益(環境・社会等の経済的なリターン)を目的としており、忠実義務に違反するのではないかという議論が特に欧米で長年にわたって行われている。この論点に関する米国および英国における解釈は下図の通りである。米国・英国ともに投資判断にあたり、ESGの要素を考慮することについては受託者責任に反しないと整理されている。

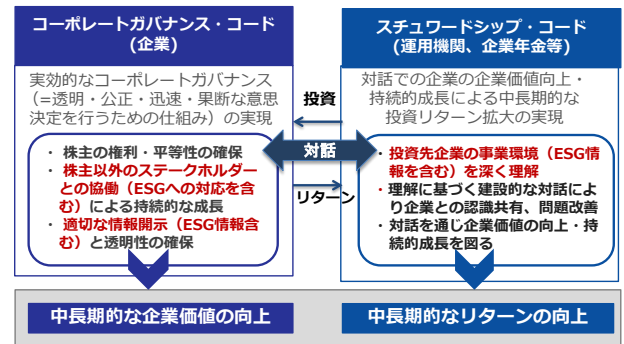
【図表2： ESG投資と受託者責任の関係性】

米 国	<p>【ERISA法 解釈通達 (米労働局)】</p> <ul style="list-style-type: none"> ESG要因は投資の財務価値と直接的な関係性がある可能性があり、その場合ESG要因は運用の際に考慮すべき適切な要素となる 受益者の利益を損なわない限りESG要因を考慮することは受託者責任に違反しない
英 国	<p>【英国法律委員会 報告書】</p> <ul style="list-style-type: none"> 受託者は財務的に重要な要素(リスク削減・リターン向上に寄与する要素)を考慮する必要があり、ESGはそうした要素になり得る 受託者は非財務情報(リスク考慮後リターンに寄与しない情報)についても、年金加入者が共通の見解を持ち、財務的に重大な損失リスクがなければ考慮してもよい

(出所) 米労働局 解釈通達 IB2015-01 “Interpretive Bulletin Relating to the Fiduciary Standard under ERISA in Considering” 及び英国法律委員会 (Law Commission) “Fiduciary Duties of Investment Intermediaries” よりみずほ総研作成 なお、米国ERISA法ではSRI投資やESG投資等をまとめてETI(経済目的投資)としている

一方、日本においては、ESG投資につき法的に明確な位置づけはなされておらず、コーポレートガバナンス・コードやスチュワードシップ・コードでESG投資について言及されている。また、企業年金に関しては、「確定給付企業年金に係る資産運用関係者の役割及び責任に関するガイドライン」(2018年4月)の中で「スチュワードシップ・コードの受け入れや取組み、ESGに対する考え方を運用受託機関の選任・評価の際の定性評価項目とすることを検討することが望ましい」とされており、機関投資家の責任としてESG投資に取り組むことが求められている。

【図表3： 2つのコードとESG投資の関係】



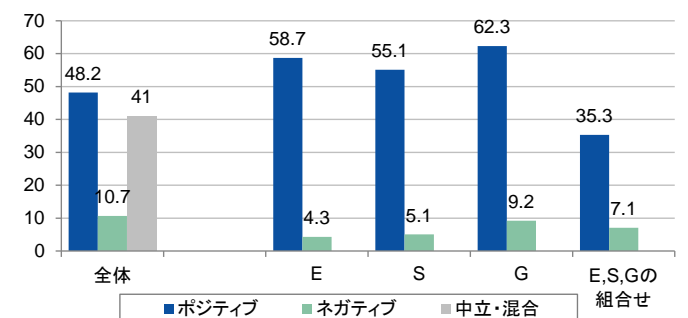
(出所) みずほ総研作成

ただし、欧米での議論を鑑みると、日本においても、受託者責任の観点ではESGの考慮により財務リターンを毀損しないと言えるかどうかは重要なポイントといえるだろう。

■ESGは投資リターン向上に寄与するのか

では、ESG投資とは加入者等の利益(投資リターン向上)に寄与するのであろうか。下図は1970年代以降に発表された2000本以上のESGと企業業績に関する研究論文について両者の関係を解析した結果である。これによると、約半数の研究結果でESGと企業業績との間には正の関係があると結論づけられた一方で、中立・負の関係とした結果も一定数あり、ESG投資がリターン源泉となるか否かは明確な答えはない。(なお、「ESG投資が投資リターンを毀損する」(負の関係)とした結果は1割に留まる。)

【図表4： ESGと企業業績の関係に関する研究結果】

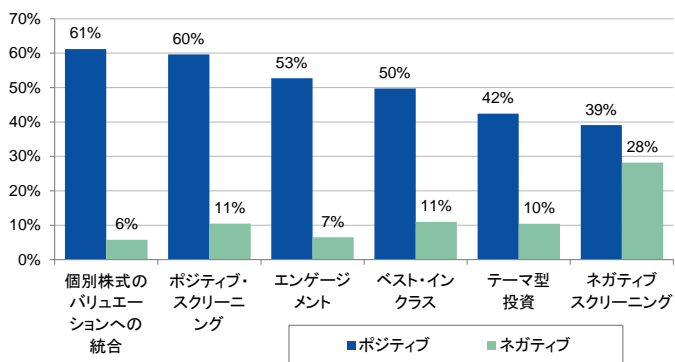


(出所) Friede, Busch, and Bassen “ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies” よりみずほ総研作成

ESG投資の中には多様な戦略があり、その投資リターンへの寄与も様々であることが考えられるため、世界の機関投資家に対して、どの投資手法が市場ベンチマークに対して投資リターンの改善(リス

クの削減を含む)に寄与するかアンケートを行った結果(有効回答数295/回答者の属性は運用会社65%、企業年金13%、公的年金6%等)を確認する。下図のとおり、「個別株式のバリュエーションへの統合(インテグレーション)」が最も超過収益を獲得する蓋然性が高いと考えられている一方、「ネガティブ・スクリーニング」については約3割の回答者が否定的な回答を行っている。

【図表5:市場ベンチマークに対し投資リターン改善が期待される投資手法】



(注) 上記戦略の定義は以下の通り/インテグレーション: 個別株の財務分析にESG情報も含める方法 ポジティブ・スクリーニング: 特定のESGクライテリアに沿ってESG評価の高い銘柄のみ投資する方法 エンゲージメント: 株主により企業の行動に影響を与えること(対話や議決権行使を含む) ベスト・イン・クラス: 特定のセクターの中で相対的にESG評価の高い企業へ投資する方法 テーマ投資: クリーンエネルギー等特定のESGテーマに関連する企業・セクターに投資する方法 ネガティブ・スクリーニング: 特定のESGクライテリアに沿って企業やセクターを除外する手法

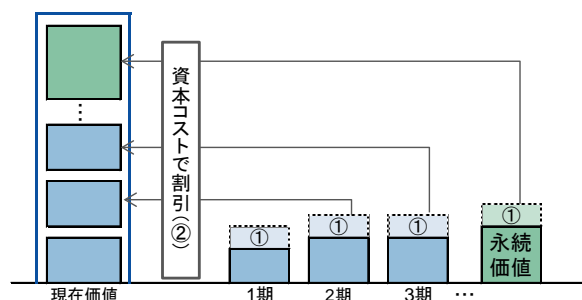
(出所) Amir Amel-Zadeh, George Serafaim(2017) “Why and How Investors Use ESG Information” よりみずほ総研作成

■ESG投資の投資手法(インテグレーション)

上記の手法のうち、今回は「インテグレーション」において具体的にどのようにESG要素を投資判断に利用するのか簡単な例を紹介する³。ある企業のサプライチェーン上の労働基準(低賃金や残業等)の改善といったESG要素を企業価値評価(DCF法)に反映させる場合を考える。DCF法では、企業が生み出す将来のキャッシュフローを予測し、リスクを反映した割引率(資本コスト)で割引くことで企業の現在価値を算出する。この例の場合、労働基準改善によるブランド向上及び労働者の意欲向上による売上増加を見込み将来のキャッシュフロー予想値を増加(下図①)させ、またレピュテーション・リスク

の低下を見込み割引率(資本コスト)を低下させる(下図②)。その結果、算出された企業価値にはESG要素が反映されていることとなる(このケースの場合、ESG考慮前に比べ企業価値は高く評価される)。この手法は、より多面的に企業の評価を行っており、ESGによる調整幅が妥当であれば、企業価値をより的確に評価できる手法であるといえるだろう。

【図表6:DCF法におけるESG考慮の例】



(出所) みずほ総研作成

■ESG投資へ考え方

近年、ESG投資への注目が急速に高まり、新たな運用手法のように扱われがちであるが、従来の伝統的な財務分析においても当然、非財務情報は考慮されてきており、ESG投資が注目される前から(名称は異なるものの)ESG要素も一定程度考慮されてきた。そのため、ESG投資というだけで従来の投資手法と比較して超過リターンを獲得できるような特別な投資手法というわけではない。また、ESG評価の高い企業に投資すれば超過収益が獲得できる類の(バリューファクターやサイズファクターのような)ファクターであるかも、現時点では明確な研究結果はない。

したがって、ESG投資を一括りに良い・悪いと判断するのではなく、個別の投資戦略について、その投資手法や投資の時間軸、またESG情報をどのように評価しているのか等を確認し、それが各企業年金の投資理念や財政の状況、外部環境の見通し等に合致しているかを検討することが重要である。

³ PRI” A Practical Guide To ESG Integration for Equity Investing” の投資事例を一部変更して抜粋