

# 基礎研 レター

## 企業年金とESG投資

ESGを意識した経営の広がりで見直されるESG投資  
<ESGレター基礎編>

金融研究部 ESG推進室兼任 上席研究員 梅内 俊樹  
(03)3512-1849 umeuchi@nli-research.co.jp



### 1—企業年金の受託者責任とESG投資

企業年金における ESG 投資を巡っては、受託者責任上の位置づけが議論になることが多い。企業年金は加入者・受給者から資産運用を受託している立場にあり、受益者たる加入者・受給者の利益を優先して資産を運用する責任を負っている。つまり、受益者の経済的リターンの最大化に専念し、それを犠牲にして受益者以外の利益を図ってはならないとされる。これに対して、ESG 投資では、財務諸表や企業決算などの財務情報だけでなく、環境や社会に係る諸課題への取り組みなど、経済的なリターンとの関係性が必ずしも明確とは言えないような要素も考慮して投資対象の選択が行われる。このため ESG 投資は、受益者の利益を最大化すべきとする受託者責任に反するのではないかとといったことが議論になるのである。

この点に関して、ESG 投資を推進する PRI（責任投資原則）は、主要国を対象に行った「投資実務と受託者責任」に関する調査報告書「21 世紀の受託者責任（2015 年）」のなかで、「多くの国が、機関投資家に対し、投資の意思決定の際に ESG 問題を考慮することを求める規則や原則を導入してきた。」と指摘した上で、「投資実務において、環境上の問題、社会の問題および企業統治の問題など長期的に企業価値向上を牽引する要素を考慮しないことは、受託者責任に反することである。」としている。英国では 2018 年に投資規則が改正され、企業年金の受託者は財務的に重要な ESG 要素を考慮する必要があるとされ、2012 年以降続けられてきた ESG 投資を巡る受託者責任の解釈に係わる議論が決着している。米国のように、企業年金の運用で ESG 要素を考慮することへの規制当局の見解が政権交代とともに揺れ動き、ESG 投資の適否が定まっていない例外はあるものの、主要国の多くで ESG 投資は推奨されている。

日本では、企業年金運用における ESG 要素の考慮についての法的な定めはない。しかし、企業年金を含む機関投資家のための行動指針であるスチュワードシップ・コードは、ESG 要素を含むサステナビリティに関する課題を投資プロセスに組み込むことは有益との考えに基づき、諸原則が改定されている。海外の主要国と同様、企業年金の運用に ESG 要素の考慮を推奨する度合いは強まっている。

## 2—企業年金でESG投資が広がらない要因

わが国では、公的年金の運用を担う GPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）が 2015 年に PRI（責任投資原則）に署名したことを契機として、ESG 投資への関心は高まっている。しかし、GPIF が運用委託先の金融機関に対して ESG を考慮した運用やエンゲージメントを求めたり、ESG 指数に連動するパッシブ運用を導入したりするなど、幅広い観点から ESG 投資を推進しているのとは対照的に、企業年金における ESG 投資は盛り上がり欠けるというのが実情だろう。GPIF は運用資金の性質上、社会全体の環境問題や社会課題への対処を促す投資が社会的責任と理解され、ESG 投資を積極的に推進するに足る十分な体制も兼ね備えている。一方、企業年金では ESG 投資を導入する動機に乏しく、ESG 投資に割けるリソースも限られる。GPIF と企業年金との間で、ESG 投資の取り組み状況に大きな格差が生じているのは、こうした違いが一因と考えられる。

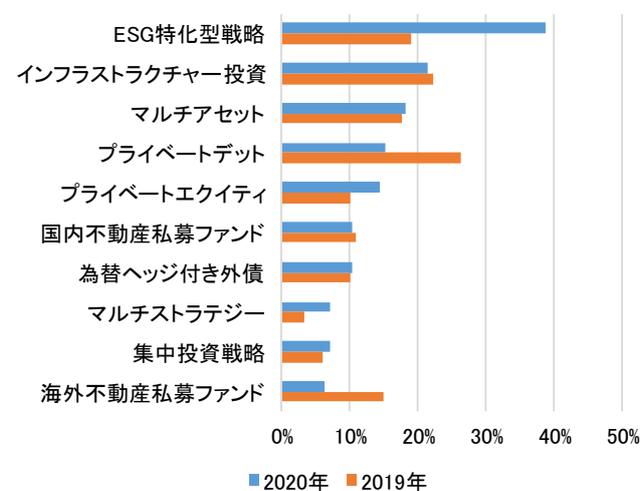
しかし、企業年金で ESG 投資が低調となっている要因はそれだけではないだろう。むしろ、ESG 投資に懐疑的なことが ESG 投資の拡大を阻んでいると推測される。つまり、「ESG 課題への対応にはコストがかかる」といった側面が強く意識され、ESG 投資によって生み出される経済的なリターンに対して強い確信が持てないことが、企業年金で ESG 投資の採用が進まない要因となっている可能性である。ESG に対するネガティブな意識は、企業が社会的責任を果たすために経営に組み込む CSR 活動、つまり企業による ESG 課題への取り組みが、「利益を目的とせずに取り組む社会貢献」、あるいは、「本業を犠牲にして行う慈善活動」として捉えられ、企業価値向上のための企業戦略として認知されるに至っていない、もしくは認知されるのに時間を要していたことが、影響しているものと思われる。

いずれにしても、企業年金の運用に ESG 投資を導入することが、受託者責任上、明らかな違反ではないとしても、ESG 要素を考慮した運用によってリスク・リターンの改善が期待できるとの認識が広がらなければ、企業年金の運用で ESG 投資が拡大することはないであろう。

## 3—当面はESG投資の拡大が見込まれる

しかし、ここに来て企業年金の運用に ESG 投資を取り入れる動きが急速に広がっている。格付投資情報センターと日本経済新聞社が実施した「2020 年日経企業年金実態調査」によれば、「企業年金の運用に今後採用、増額したい戦略は何か」との設問に対して、「ESG 特化型戦略」と回答した確定給付企業年金（以下、DB）の割合は 38.9%となり、2019 年調査の約 2 倍に跳ね上がっている（図表 1）。「ESG 特化型戦略」を既に採用している DB の割合も、2019 年調査の 8.0%から 11.9%に拡大しており、企業年金における ESG 投資に対する意識は大きく変わり

図表 1 「今後採用、増額予定の戦略」の回答割合



出所)年金情報

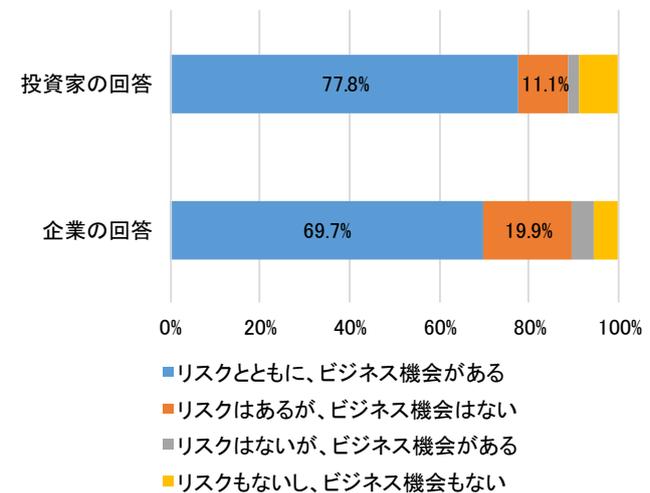
つつある。

背景には、異常気象の頻発、人権問題に対する意識の高まりなどを受け、世界的に ESG に対する関心が高まっていることや、ESG 投資やサステナブル金融が定着している金融機関とのエンゲージメントを通じて ESG 課題への取り組みが企業にもようやく浸透しつつあることがある。脱炭素や人権問題といった課題に取り組まなければ、資金調達や事業活動に支障が生じかねないとの意識や、ESG を企業経営における制約やコストではなくビジネス機会と捉えて、経営計画に ESG を組み込む動きが広がったことで、ESG 課題への取り組みと企業の中長期的な成長の方向性が重なることへの理解が進み、ESG 投資のメリットが見直されたことが寄与していると考えられる。

生命保険協会の調査によれば、気候変動を企業経営上「リスクはあるが、ビジネス機会はない」と捉える企業の割合は 19.9%であるのに対し、「リスクとともに、ビジネス機会がある」と回答する割合は 69.7%に上っている(図表 2)。ESG に対する企業のスタンスが前向きに変化していることを示唆している。

日本政府は昨年、2050 年までにカーボンニュートラルの実現を目指すことを宣言し、脱炭素化を経済成長に繋げる方針を打ち出している。6 月に公表された上場企業に向けた規範・行動原則であるコーポレートガバナンス・コードの改訂版では、サステナビリティ (ESG 要素を含む中長期的な持続可能性) を巡る基本的な方針を策定し、取り組みを適切に開示するべきとされるなど、中長期的な企業価値の向上に向けてサステナビリティに取り組むことの重要性が強調されている。こうした中、企業の ESG に対する取り組みは今後一段と強化される方向にある。企業年金においても、ESG を重要視する母体企業の方針を踏まえて、ESG 投資を検討する動きが強まることが見込まれる。

図表 2 気候変動に対する企業・投資家の意識調査



出所) 生命保険協会「企業価値向上に向けた取り組みに関するアンケート集計結果(2019年)」

#### 4—目的に合致するESG投資の採用が重要

もっとも、ESG 投資のパフォーマンスについては、残念ながら実証分析などを通じてその有効性が確認されるまでには至っておらず、中長期的なパフォーマンスには不確実性がある。また、ESG 投資と一言にいても、運用プロダクトごとに運用目的や投資戦略、タイムスパンは異なり、ESG 評価の視点や方法も様々である。ESG 指数であっても、ESG に対するエクスポージャーやリスク・リターン特性は指数ごとに違いがある。ESG 投資が今後拡大するとすれば、運用委託先を介したエンゲージメントによって投資先企業の価値が高まり、ESG 投資のパフォーマンス改善に繋がることが期待されるが、それによって得られる運用成果は運用プロダクトごとに大きく異なる可能性がある。ESG 投資の採用にあたっては、自らの運用方針や採用目的に合致するかについて ESG の観点を含めた確認が必要であり、予め運用プロダクトを適切に見極められるような選択眼を養っておくことが大切と言える。

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。