

GPIFのESG投資の取組みと今後の展望

年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）投資戦略部
エコノミスト／ストラテジスト

塩村 賢史



1. GPIFがESG投資に積極的な理由

GPIFがESG（環境・社会・ガバナンス）に関する取組みをなぜ積極化しているのかについては、GPIFが持つ「ユニバーサル・オーナー」と「超長期投資家」いう特徴に理由

〈目 次〉

1. GPIFがESG投資に積極的な理由
2. 全てを「ESGインテグレーション」に
3. ESG指数選定のポイント
4. ESG重視、ポジティブ評価が基本
5. 評価手法の改善、開示促進
6. ESG評価会社のガバナンス・利益相反管理
7. GPIFの方針と期待される効果
8. 市場底上げ志向型指数をどう評価するか
9. 最後に

がある。「ユニバーサル・オーナー」という言葉は、年金運用やESG投資などの世界で使われることがあるが、その意味するところは、資本市場を幅広くカバーする投資家といったところである（注¹）。GPIFは、日本企業の上場企業の大多数（注²）、主要な海外企業の株式や債券を幅広く保有しており、典型的な「ユニバーサル・オーナー」である。

例えば、保有する一部の企業が一時的な収益拡大のために、環境や社会への大きな負荷を省みない事業活動を行った結果、その企業の株価が上昇したとしても、他の企業を含めた経済全般や社会がそれらの負の影響を受けるのであれば、「ユニバーサル・オーナー」のポートフォリオ全体としても大きなダメージとなる。このような負の外部性をマネージするために積極的に活動するという「ユニバーサル・オーナーシップ」という考え方は、GPIFのESG投資の根幹にあるものである。

また、ESGに関するリスクは、長期であればあるほど顕在化する可能性が高く、100年

(図表1) GPIFが採用したESG指数

指数名	概要・コンセプト
FTSE Blossom Japan Index	世界でも有数の歴史を持つFTSEのESG指数シリーズFTSE4Good Japan IndexのESG評価スキームをベースに業種ウエイトを中立化したESG総合型指数。
MSCIジャパンESGセレクト・リーダーズ指数	世界で1,000社以上が利用するMSCIのESGリサーチに基づいて構築し、様々なESGリスクを包括的に市場ポートフォリオに反映したESG総合型指数。業種内でESG評価が相対的に高い銘柄を組み入れ。
MSCI日本株女性活躍指数 (WIN) ※WIN (Women's Indexの略) は同指数の愛称	女性活躍推進法により開示される女性雇用に関するデータに基づき、多面的に性別多様性スコアを算出、各業種から同スコアの高い企業を選別して指数を構築。当該分野で網羅的に構築した初の指数。

(注) 環境 (E) をテーマにしたESG指数については継続審査中
(出所) FTSE、MSCI、GPIF

先を見据えた制度設計がされている年金財政を担う「超長期投資家」であるGPIFにとって、ESGを考慮することのメリットは大きいと考えている。

■ 2. 全てを「ESGインテグレーション」に

GPIFは2015年9月の国連責任投資原則(PRI)署名以降、運用受託機関に対して、投資において環境・社会・ガバナンス(ESG)を考慮することを求めるなど、これまでも様々な取組みを行ってきた。今年6月に制定した『スチュワードシップ原則』では、「重大なESG課題について積極的にエンゲージメントを行うこと」や「PRIへの署名を行うこと」などを求めるなど、運用受託機関に求めることをより明確にした。

広義に捉えるならば、GPIFの運用は全て「ESGインテグレーション」されているということであり、GPIFと運用受託機関は、折に触れESG課題への対応を含むスチュワード

シップ活動についての対話を行っている。各運用受託機関のESG課題に対する取組みの度合いについては、大きな差があり、現状では十分とは言えないものの、各社ともに前向きに取り組んでいただき、着実にレベルアップしていると感じている。

これらの広義のESG投資に加えて、より直接的にESG課題を投資に反映する手段として、昨年7月に国内株を対象としたESG指数の公募を開始し、運用会社や指数会社計14社から27指数の提案を受け、今回、英国FTSE社及び米国MSCI社から提案された3指数(図表1)の採用を決定した。

なお、GPIFでは、本年10月のガバナンス改革に伴い発足した経営委員会の議決を経て、「投資原則」を改定し、あらゆる資産について、「ESGを考慮した取組み」を行うことを明記した。この改定を踏まえ、世界銀行グループとの提携に基づき、債券投資におけるESGについて共同研究を行うことを発表し、株式以外のアセットクラスにおいても「ESGインテグレーション」の可能性につい

て研究を進めている。

■ 3. ESG指数選定のポイント

今回の公募においては、ターゲットを「ESGの効果により、中長期的なリスク低減効果や超過収益の獲得が期待される指数」と定め、ESG指数の提案を募った。選定には半年以上の時間をかけて、延べ数十回のミーティングや現地実査などを行い、様々な角度からESG評価会社及び指数会社の評価を行った。

以下では、ESG指数の選定において最も重視した3つのポイント（①ESG重視、ポジティブ評価が基本、②評価手法の改善、開示促進、③ESG評価会社のガバナンス・利益相反管理）について紹介し、その裏側にあるGPIFの考え方についても言及したい。

■ 4. ESG重視、ポジティブ評価が基本

ESG指数の選定において、最初に課題となったのが、応募されたESG指数に十分な実績がなく、シミュレーション・ベースのパフォーマンスをどう評価するのか、いわゆるスマートベータのファクターとの融合をどう考えるのかということである。

今回の公募で応募いただいたESG指数には、「低ボラティリティ」などのファクターを考慮している指数が非常に多い状況であった。各種ファクターとESGとの融合に関して

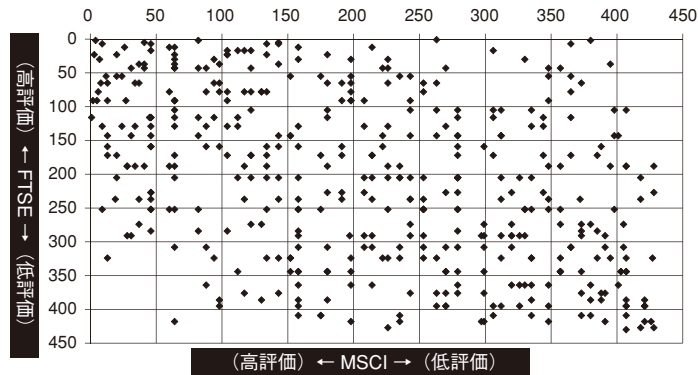
は、今回の選定においては「ESGの効果により、中長期的なリスク低減効果や超過収益の獲得が期待される指数」という公募の趣旨に立ち返り、スマートベータのファクターに過度に依存する指数ではなく、ESG評価を重視した指数構築がなされていることを重視した。

ESG指数を採用する目的の一つとして、企業側には当該ESG指数に入りたいと感じていただき、どうすれば指数に入れるのかを考え、行動に移していただきたいということがある。指数の銘柄選定基準に「低ボラティリティ」などの要素が含まれていた場合、株価のボラティリティが低ければ、ESG評価が低くても指数に採用されることも考えられ、企業のインセンティブづけという観点からはノイズになってしまう恐れがある。

また、日本の株式市場全体の底上げを目指すという観点から、特定の財・サービスを提供する会社を形式的に除外することについてはせず、ESG評価に基づくポジティブ・スクリーニングを基本とした。欧米の多くのESG指数が選定対象外とする、アルコールやタバコ製造企業であってもESG課題に対応することの重要性は変わらず、仮にアルコールやタバコの害をESG課題と捉えるのであれば、ESG評価の一要素として反映すべきという考え方である。

最後に誤解がないように触れておきたいが、ESGと他のファクターとの融合については、GPIFとしても私個人としても、全否定

(図表 2) FTSEとMSCIのESG評価の比較



- (注 1) 分析ユニバース (2016 / 7 時点)、FTSE、MSCIが共通して調査対象としている日本企業430社
 (注 2) 図のプロットは、各評価会社のESG評価の順位 (1 位~430位)
 (出所) FTSE、MSCIよりGPIF作成

しているわけではない。ESG要素と他のファクターの親和性が高く「1 + 1 が 2 以上」となる可能性があることは十分考えられ、今後の研究に注目している。

5. 評価手法の改善、開示促進

図表 2 は、FTSE社とMSCI社のESG評価の相関をみたものであるが、極めて緩い相関に留まっている。他のESG評価会社の評価を分析しても似たような状況であるが、ESG評価にばらつきが大きいことについては、海外の学術研究^(注3)でも指摘されている。このようにESG評価がばらついている原因としては、①ESG情報の開示 (情報の取得可能性) の問題という企業側の問題と、②ESG評価手法の未確立 (評価の未成熟) というESG評価会社側の問題が挙げられよう。

つまり、ESG評価の精度向上のためには、「企業側のESG情報開示の促進」と「ESG評価手法の改善」が不可欠であり、これらを改善に向かわせるスキームが内在しているか否かを選定の上では重視した。具体的にはESG評価手法、評価結果の詳細な開示、評価結果の企業へのフィードバック、ESG指数を利用する投資家との対話を積極的に行う方針があるのか否かということであり、「ESG評価のPDCAサイクル」と言い換えることもできよう。相応な時間が必要だと思われるが、市場の評価やESG評価会社間の競争に晒され、ESG評価は精度を増していくことになるだろう。

また、今回は、公表情報に基づいて評価を行っている指数を採用した。ESG評価会社のみアンケートで情報開示をするのではなく、株式市場全体の底上げのためには、市場参加者に幅広くESG情報を提供することが重

要であると考えた。ESG投資の目的が、短期的な α （超過収益）の獲得であれば、アンケートで収集したESG情報の優位性を活かすことも考えられるが、GPIFの公募の目的はそこにはない。日本企業全体の情報開示が改善することで、海外投資家も含めて幅広い投資家からの評価が向上する方がGPIF及び年金被保険者のメリットは大きい。

■ 6. ESG評価会社のガバナンス・利益相反管理

これまで株価指数と言えば、企業の時価総額や流動性などで比較的「機械的」に採用銘柄が決められるものが一般的であった。例えばTOPIXの場合、東証1部に上場しているか否かで、事実上自動的に採用銘柄が決まる。一方、ESG指数の場合、ESG評価や指数構築手法を考案するアナリストなど「人の判断」が介在する余地が大きいというのが大きな特徴である。

したがって、従来であれば、指数会社に対する評価は、正確でミスがないことなどで決められたが、ESG指数に関わるESG評価会社や指数会社を評価する際には、アセットオーナーが運用会社を評価する場合と同様な視点を持つことが必要である。特に、ESG評価会社及び指数会社のガバナンス体制・利益相反管理が、ESG評価の継続性や透明性、中立性を担保する上で極めて重要となる。そのような観点から、今回の選定では、複数拠点で現

地実査を行うなど、厳しい審査を行った。具体的には、ESG評価会社及び指数会社のステークホルダー（株主、主要顧客）との関係、意思決定プロセス（独立委員会の有無や過去の議論など）、企業向けコンサルティングなど利益相反につながる可能性のある業務の有無などを厳しくチェックした。

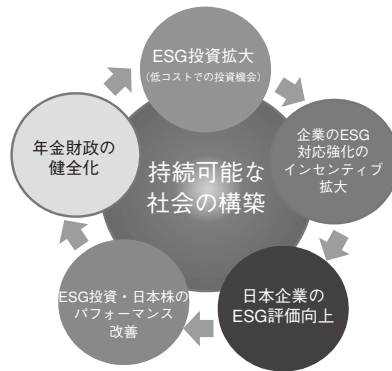
■ 7. GPIFの方針と期待される効果

今回採用したESG指数に基づくパッシブ運用については、国内株式の運用資産額の3%程度、約1兆円で運用を開始し、投資の効果を確認しながら、将来的にはESGに注目するアクティブ運用なども含めて、ESG投資の更なる拡大を検討するのがGPIFの方針である。

ESG投資の拡大からは、様々な効果が期待される。ESG投資の運用資産拡大は、企業のESG評価向上のインセンティブになり、ESG対応が強化されれば、長期的な企業価値向上につながる。さらに、日本企業のESG評価向上がESG評価を重視する海外資金の流入につながれば、日本株のパフォーマンス向上が期待される（図表3）。

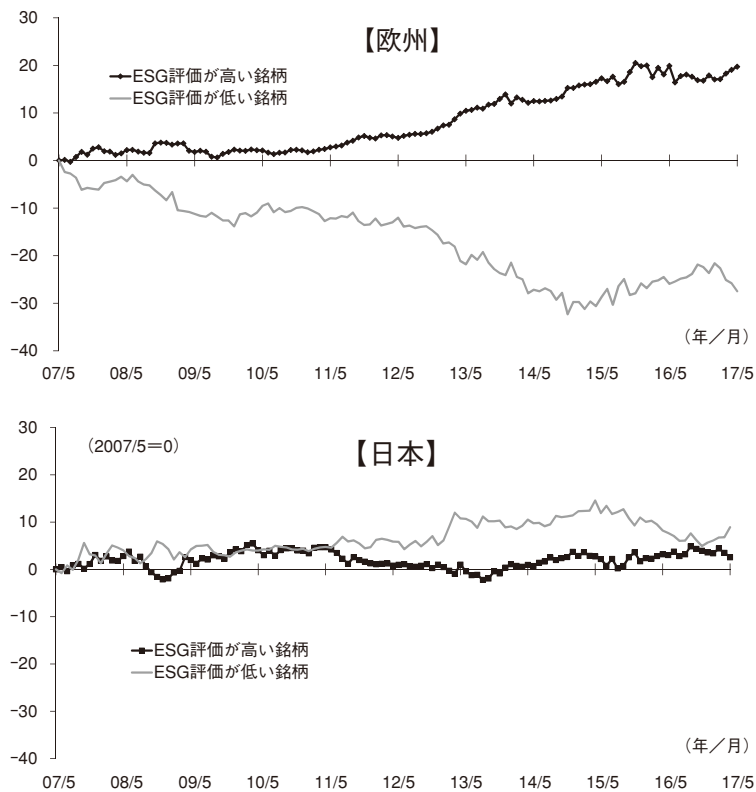
投資においてESGを考慮する投資家が増加するとともに、ESG評価に必要な情報開示が促進されれば、ESG先進国である欧州の株式市場のようにESG要素が α の源泉となり、ESGインテグレーションがより深化していくことになる（図表4）。

(図表 3) ESG投資拡大がもたらす好循環



(出所) GPIF

(図表 4) ESG評価別の株価パフォーマンス —欧州と日本—



(注) ユニバースはMSCI IMI指数。「ESG評価が高い(低い)銘柄」は7段階(AAA~CCC)評価中上位(下位)1及び2段階の銘柄。ウェイトは指数ウェイト(但し5%キャップ)、月次リバランス。

(出所) MSCIよりGPIF作成

これらのインベストメント・チェーンの最適化の恩恵が最も及ぶのが、ユニバーサル・オーナーたるGPIFであり、そのオーナーである年金の被保険者である。ESG指数に基づくパッシブ運用を含めて、ESG投資全体が幅広い投資家に受け入れられ、この好循環がより確かなものとなるよう、GPIFはESGに関する取組みを今後も積極的に行っていく方針である。

■ 8. 市場底上げ志向型指数をどう評価するか

GPIFにおいて、これから課題となるのが、ESG指数に基づくパッシブ運用の評価である。前述のような好循環を生むためには、当該投資が長期的にみて、マーケット対比で安定した株価パフォーマンスを残すことが必要条件となるが、逆に超過収益(α)の大小が投資の成否を決めるものでもない。ESG指数導入で期待しているのは、ESG投資による α の獲得という直接効果よりも、市場の底上げ、つまり β の向上という間接効果である。

今回採用したESG指数と同様に「市場の底上げ」が期待されている指数として、JPX日経インデックス400指数が挙げられる。株価パフォーマンスがTOPIXに劣後していることで批判的な意見もあるが、同指数が導入されたことで、同指数採用の当落線上にある企業がROEを向上させたことで、市場の時価総額が3%引き上げられたという分析^(注4)

もある。これが真実であれば、JPX日経インデックス400指数導入の政策効果は20兆円近くに達する計算になる。つまり、パフォーマンスを測るモノサシであるTOPIX自体が“伸びた”ということであり、一般のパフォーマンス測定の概念が通用しないということである。

さらにESG指数に基づくパッシブ運用の評価を難しくしているのが、ESGを考慮することで期待される効果は、基本的に中長期でしか測られないということである。当面は、日本企業のESG評価の改善を評価の中心に据えることになろうが、中長期的には、日本企業全体の企業価値や投資収益の向上にどのような影響を与えたのかについて、分析を行う必要があると考えている。

■ 9. 最後に

ESG指数の採用を公表して3ヵ月。投資パフォーマンスや企業行動の変化などの効果を評価するにはあまりに時期尚早であるが、市場関係者のみならず、企業の方々からもすでに様々な反響をいただいている。大多数が好意的な反応であるが、時には企業の方からは今回採用した指数のESG評価の改善点などについて、有益なご示唆をいただくことがある。

このように企業の方々から様々な声をいただけるということは、ESG評価手法を開示したからこそであるが、JPX日経インデックス400採用企業を対象にしたアンケートや企業

(図表 5) FTSEの国別ESG評価とその変化

	企業数	2017年 6 月 平均点 (A)	2016年 6 月 平均点 (B)	変化 (A-B)
米国	612	2.67	2.53	0.14
日本	493	2.22	2.00	0.22
英国	136	3.36	3.28	0.08
韓国	126	2.00	1.82	0.19
豪州	94	2.93	2.80	0.13
香港	91	2.04	1.91	0.12
フランス	84	3.50	3.39	0.11
ドイツ	71	3.14	2.97	0.17
カナダ	65	2.75	2.72	0.04
スイス	47	2.98	2.81	0.17
スウェーデン	39	3.06	3.32	-0.25
イタリア	35	3.36	3.24	0.12
シンガポール	35	2.37	2.17	0.20
...	...	...	...	...
総計	2096	2.66	2.51	0.15

(注) 対象はFTSE Developed採用企業。平均点は指数採用企業の単純平均
(出所) FTSE

・アセットオーナーフォーラムなどを通じて企業からのご意見をいただくチャンネルを構築できたことも大きい。ご協力いただいている方々に感謝するとともに、GPIFのステュワードシップ活動やESG投資が着実に成果を挙げつつあると手応えを感じている。FTSEのデータによれば、過去1年間において、主要国のなかで最もESG評価が改善したのは他ならぬ日本である(図表5)。ESG先進国入りに向けて日本企業は着実に動き始めており、GPIFの一職員としても、これからも日本企業のESG評価向上を通じた日本の株式市場の底上げをサポートできるよう様々な取組みを行っていきたい。

(注) 本稿の意見にわたる部分は、筆者の個人的見解に基づくものであり、所属する組織の見解を示すものではない。

(注1) 『ガバナンス革命の新たなロードマップ』北川哲雄編著、『ESG投資—新しい資本主義のかたち』水口剛著などに詳しい。

(注2) 2017年3月末のデータでは、GPIFは国内株を35兆円保有しており、それは国内企業の上場時価総額の6%程度に相当する。

(注3) Aaron K. Chatterji, Rodolphe Durand, David I. Levine, and Samuel Touboul. 2015. Do ratings of firms converge? Implications for managers, investors and strategy researchers. Strategic Management Journal 37: 1597-1614

(注4) Akash Chattopadhyay, Matthew D. Shaffer, and Charles C. Y. Wang, 2017, Governance through Shame and Aspiration: Index Creation and Corporate Behavior in Japan. Harvard Business School Working Paper

