



責任投資のグローバルトレンドと日本の課題

2022年1月、PRI・GCNJ 共催 国際潮流セミナー
日本生命保険相互会社 審議役、PRI（国連責任投資原則）理事
木村 武

【要旨】

責任投資のグローバルトレンドとして、以下の5点を指摘する。

- 近年における責任投資増加の基本的背景としては、ESG 要因と金融パフォーマンスの間に正相関があるという認識が金融界に広がったことがあげられる。
- ESG 要因の組み込みを投資家としての（顧客や受益者に対する）受託者責任の中を含める規制ガイダンスも、責任投資を後押ししている。
- 実社会の持続可能性やインパクト達成を志向することが、最終的にポートフォリオのリターンやリスクにフィードバックしていくという認識が投資家の間で広がっていく中で、今後、責任投資は ESG インテグレーションからインパクト・インテグレーションを包含する形にアップグレードしていくであろう。
- インパクト重視の流れの中で、今後、投資家は、受益者や顧客の価値観、あるいはサステナビリティに対する選好——実社会に対してどのようなインパクトを望んでいるか——を把握し、投資戦略を設定していく必要性が高まってこよう。
- 投資家がインパクトを実現するうえで、協働エンゲージメントの重要性も高まっていく。テーマとしては、気候変動以外に、社会課題や人権へと対象が広がっていくことが確実である。

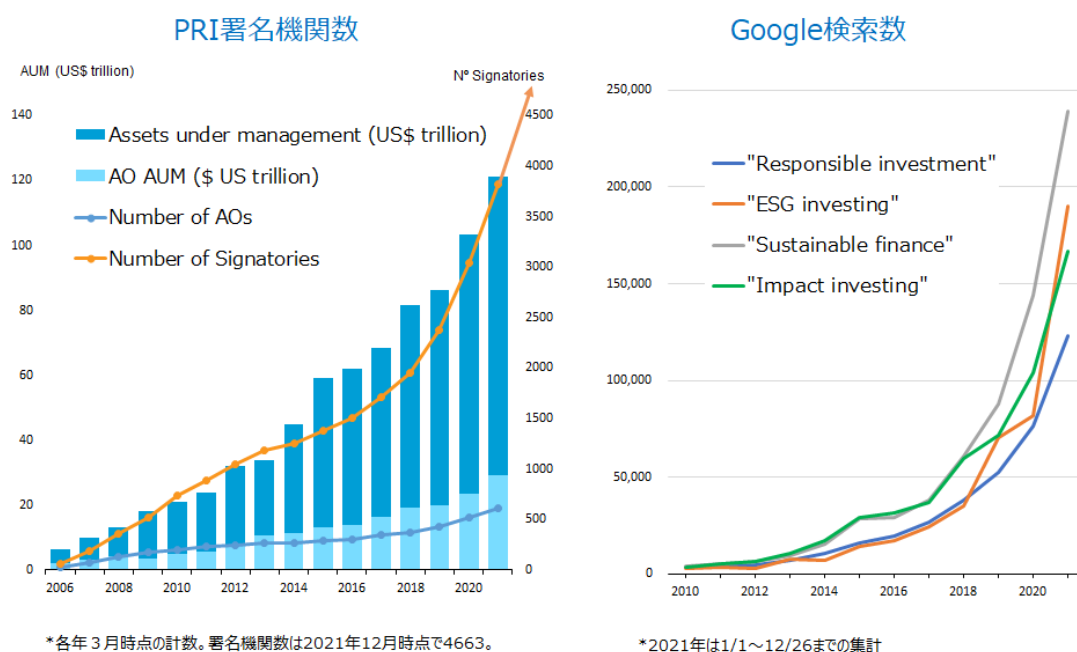
以上のグローバルトレンドを踏まえ、日本の課題として、以下の5点を指摘する。

- ESG スコアの分布等を米欧企業と比較すると、日本企業は、E（気候変動への対応）、S（人権問題への対応）、G（ガバナンス）いずれにおいても改善の余地がある。
- グローバル目線で ESG に取り組む投資家層の厚みは、金融市場の活力や競争力、ひいては社会・経済の持続可能性に影響していくと考えられる。この点、日本は、そうした投資家層の厚みが薄く、改善の余地が大きい。
- 特に、年金基金における責任投資の取組み強化が求められる。
- 企業には、傘下の年金基金を通して、ESG 投資を後押しする社会的責任がある。従業員（基金加入者）のサステナビリティ・インパクトに対する潜在ニーズを引き出すために必要な啓蒙・教育コストについては、創出した企業利益の一部を社会に還元するという視点で負担するという考えがあってよい。
- 環境や社会の持続可能性が損なわれれば、多くの企業にとって事業基盤が脆弱化するというシステミックリスクを招くことになる。それを回避するには、企業年金基金を含め各投資家がグローバル基準のベストプラクティスを追求していくことが重要である。

責任投資のグローバルトレンドと日本の課題

昨年 2021 年は、ESG 投資が大いに盛り上がった。新聞等メディアで ESG 関連の記事を見ない日はなかったであろう。そうした盛り上がりは Google の検索数のトレンドからも確認できるが、より実体的には、PRI（国連責任投資原則）へ署名する投資家が大幅に増加していることから裏付けられる（図 1）。

（図 1）責任投資のトレンド



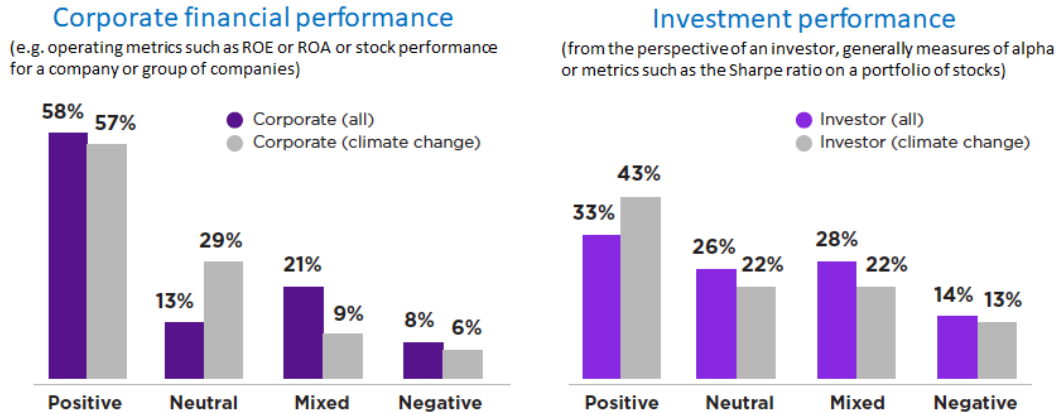
（ESG と金融パフォーマンス）

ESG 投資増加の基本的背景には、ESG と金融パフォーマンスの正相関が、企業収益の面からみても、投資家のリターン の面からみても確認できるようになり（図 2）、「リスクやリターンの見極めにおいて ESG 要因が重大な役割を果たしている」という認識が金融コミュニティにおいて広がったことがある。もちろん、正相関と因果性は異なるが、企業が重要な ESG 課題——例えば、TCFD の 4 つの柱（ガバナンス、戦略、リスク管理、指標・目標）——にしっかり取り組めば、長期的に財務パフォーマンスが改善する（あるいはダウンサイドを抑制できる）ものと考えられよう。このため、ESG と金融パフォーマンスの正相関には、因果性の関係が相応に含まれているものとみてよいだろう。

(図2) ESGと金融パフォーマンス

New meta-analysis finds ESG drives better financial performance

Research team (NYU Stern Center for Sustainable Business and Rockefeller Asset Management)
aggregates findings from more than 1,000 research papers authored between 2015-2020



- ✓ Positive and/or neutral results for investing in sustainability dominate
- ✓ Very few studies found a negative correlation between ESG and financial performance

(出所) [ESG and Financial Performance - NYU Stern](#), Feb 2021.

(参考) Marie-Josée Privyk, "[ESG and value creation: correlation or causality? \(And does that matter?\)](#)", Dec 2020.

Khan, et al., "Corporate Sustainability: First Evidence on Materiality." [Harvard Business School Working Paper](#), March 2015.

(規制の動向)

ESG 要因と企業の財務パフォーマンスにポジティブな相関が観測される中 (図2左)、企業の情報開示は投資家にとって極めて重要である。英国は、いち早く、上場企業の TCFD 開示の義務化を決定した。また、年金基金や保険会社などアセットオーナーも、ポートフォリオが投資先企業を通して、気候変動リスクにどの程度晒されているのか、あるいは、リターン改善の機会がどの程度あるのか (図2右)、受益者や顧客に示すことが期待される。英国では、これらアセットオーナーの TCFD 開示も義務付けされた (図3)。

一方、米国では、企業年金の受託者責任を規定した ERISA (従業員退職所得保障法) を巡って、長らく議論が続いてきた。民主党と共和党の間で政権が交代する度に、ESG 投資の適切性に関して、方向性が変わってきた。バイデン政権は、昨年 10 月に ERISA の改正のための立法案公告を発表し、ESG 要素を加味することがポートフォリオに有益な効果をもたらすとの見解を示した。バイデン政権への支持率が低下する中で、次に共和党が政権を握れば、ERISA の方向性がまた逆戻りするのではないかという見方もあろうが、金銭的リターンのみ注目すべきと考える共和党政権のもとであっても、その金銭的リターンと ESG 要素の間に正の相関関係があるという知見が金融業界の中で支配的になっていく中で (図2)、ESG 投資にブレーキがかかるということはないと考えられる。

(図3) 英米の企業年金を巡る ESG 関連規制

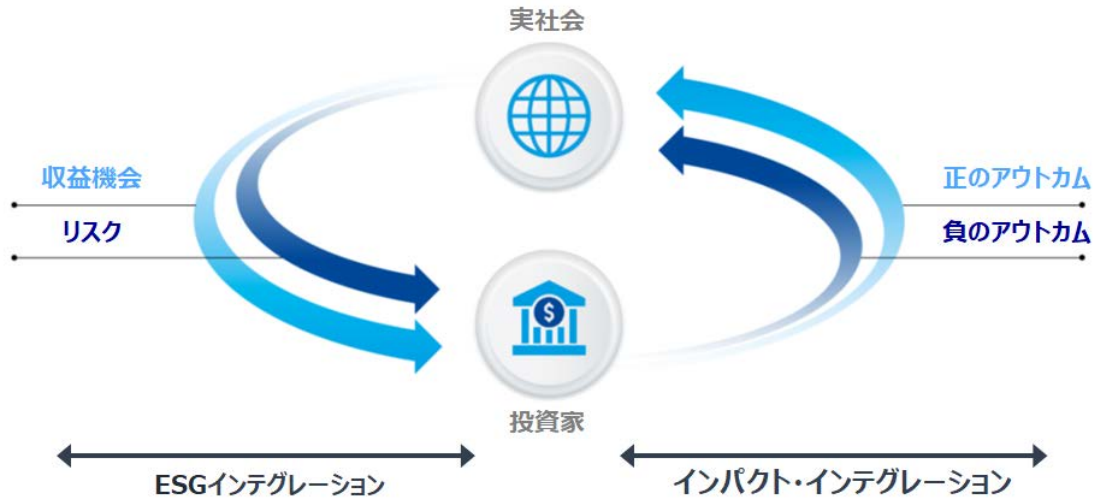


(インパクト重視の流れ)

上記のように、法制面での環境整備が責任投資の増加トレンドを後押しする要因になる中、PRIは、UNEP FIとGeneration Foundationとともに、「[A Legal Framework for Impact](#)」に関するジョイント・プログラムを推進し、サステナビリティ・インパクト実現に寄与する投資(IFSI: Investing for Sustainability Impact)促進に向け、規制当局へのエンゲージメントを強化してきている。

この背景には、年金基金や保険会社など長期の機関投資家は、自らの投資活動を通じて実社会の持続可能性やインパクトの達成に貢献することが、最終的に自身のポートフォリオのリターンやリスクにフィードバックしてくることを認識する必要性が高まっていることがある(図4)。そうしたフィードバック・ループを踏まえると、投資家が長期的に投資パフォーマンスを改善するには、ESGインテグレーションに加え、インパクト・インテグレーションにも取り組んでいくことが重要となる。すなわち、サステナビリティ・インパクトを具現化・可視化するために、投資によるSDGアウトカムを計測・評価しながら、企業行動に影響を与えていくことを企図していくことが望ましい。インパクト投資はその一例だが、今後、投資家は、「ポートフォリオ全体の運用のコア戦略」としてIFSIを促進していくことが重要になっていくものと考えられる。

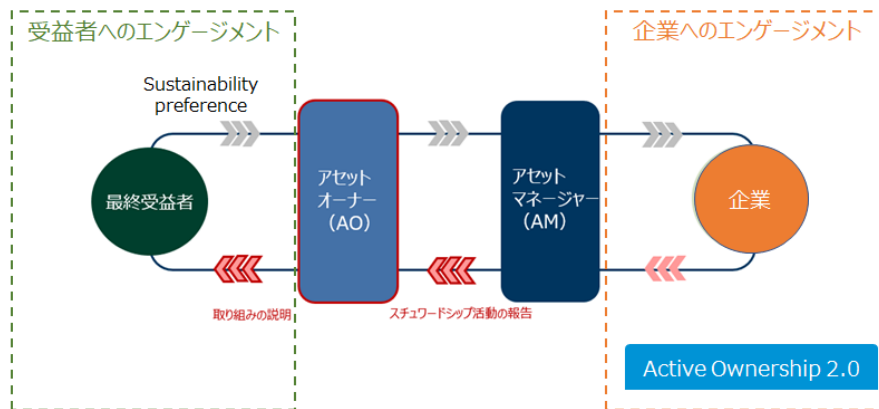
(図4) ESG インテグレーションとインパクト・インテグレーション



(受益者・顧客に対するエンゲージメント)

責任投資が、今後、ESG インテグレーションだけではなく、インパクト・インテグレーションも包含する形へとアップグレードしていくものと予想される中、投資家は、投資先企業へのエンゲージメントだけではなく、顧客や受益者へのエンゲージメントにもしっかりと取り組んでいくことが一層重要になる (図5)。

(図5) インベストメントチェーン

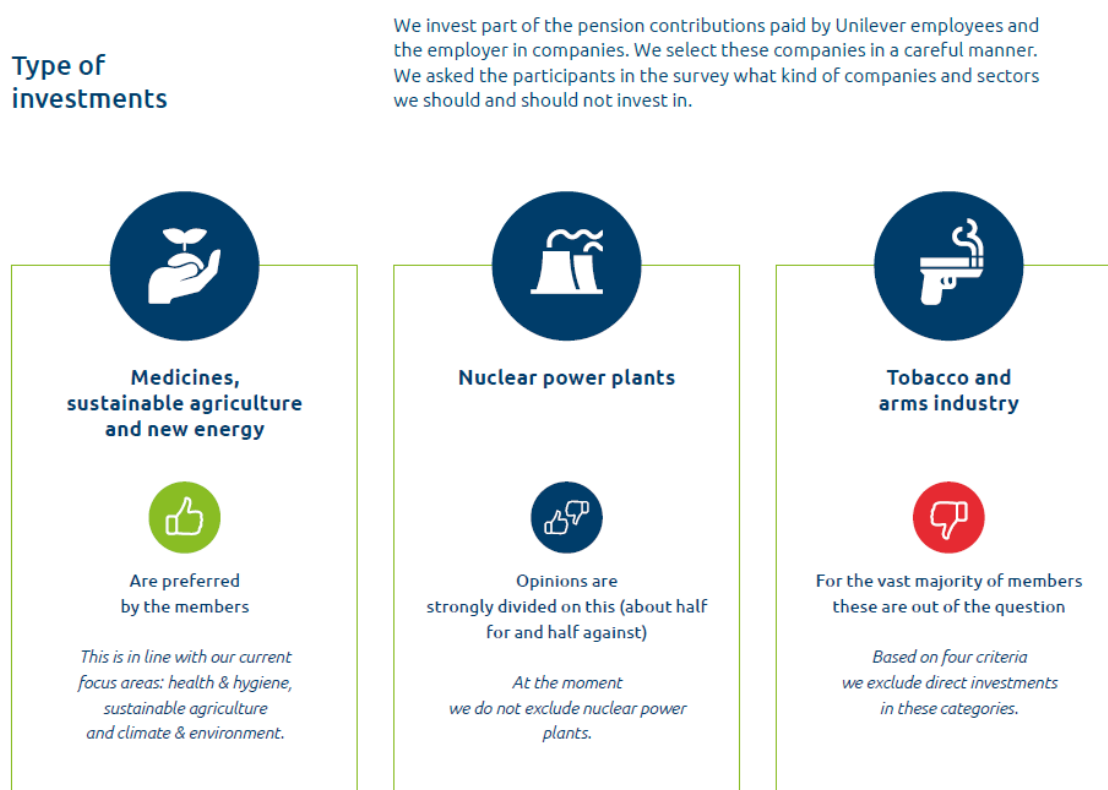


責任投資における投資家の「責任」とは、長期的な視点にたつて、受益者の最善利益 (ベストインタレスト) のために資金を運用すること。それは、投下資本からリターンを上げることはもちろんだが、受益者が環境・社会の面で豊かな生活を送ることができるよう——SDGs の達成につながるよう——資金の流れを形成していく責任も含んでいる。その責務を投資家が全うするには、受益者が実社会でどのような暮らしを望んでいるかについて、彼らの

価値観やサステナビリティに対する選好を把握する必要がある。

実際、英欧の企業年金基金では、基金加入者の価値観やサステナビリティに対する選好を調査するために定期的にアンケート調査を行っており、その結果を投資戦略に反映しているところもある。例えば、オランダのユニリーバの年金基金は、加入者に対して、どういった企業に投資して欲しいのか、投資すべきでないのか、アンケートを行っている（図6）。それによると、①医薬や農業、新エネルギーへのサポートが多い一方、②たばこや軍需関連への投資には反対、③原子力関連については、意見が分かれる、との結果となっている。

（図6）ユニリーバ年金基金によるアンケート調査



（出所） [ESG-Nieuwsbrief_2021_ENGELS DEF.pdf \(unileverpensioenfonds.nl\)](#)

（企業に対する協働エンゲージメント）

責任投資におけるインパクト重視の流れの中で、投資家による企業へのエンゲージメントにおいては、新たな視点——PRI が主導する Active Ownership 2.0——が重要になってこよう（図7）。これは、企業行動における負の外部性に起因したシステミックリスクを抑制するためのスチュワードシップ活動である。

保険会社や年金基金などのユニバーサル・オーナーは、各々バラバラの視点で個別投資先の課題にのみ目を向けるのではなく、気候変動などシステミックな共通課題に対しては、協働していくことが重要である。実社会へのポジティブなインパクトを実現しようとするれば、企業行動に有意な変化を引き起こす必要があるが、それを一投資家で実現することは困難であり、投資家による協働が期待される。Net Zero Asset Owner Alliance や Climate action 100+への加盟はその一例である。

(図7) Active Ownership 2.0

3つの要素	具体例
 <p>OUTCOMES インパクトを具現化・可視化するために、投融資によるアウトカムを計測・評価</p>	<p>温室効果ガス排出削減 気温上昇抑制というインパクトの具現化</p>
 <p>COMMON GOALS システミックな課題への優先順位付けを通じた共通目標を設定</p>	<p>2050年CO2ネットゼロ目標を設定 グローバルな共通目標にコミット</p>
 <p>COLLABORATIVE ACTION 目標達成に向けた協働体制を構築</p>	<p>Net Zero Asset Owner Alliance ネットゼロ達成を目指す国際イニシアティブ</p>

投資家による協働については、今後、気候変動以外の課題にも広がっていくことが確実である。PRIは、今春、社会課題と人権に関する協働スチュワードシップ・イニシアチブを新たに立ち上げる(図8)。背景としては、多国籍企業の海外事業拡大が、必ずしも進出先の途上国・新興国にポジティブな影響だけをもたらしているのではなく、貧困問題や環境問題などネガティブな影響を及ぼす事例が多くみられることが挙げられる。これらの問題に企業が適切に対処しなければ、レピュテーションリスクに加え、不買運動による売上の減少や、(児童労働や強制労働があった場合には)罰金・補償コストを被る可能性がある。いずれにしても、企業価値が損なわれるため、投資家にとって重大なリスクとなる。

もう一つ重要な背景として、気候変動と人権問題の関連性(ESGのEとSの関連性)がより意識されるようになってきていることも挙げられる。昨年5月にオランダの裁判所がシェルに対して、気候変動を人権問題として位置付け、CO₂排出量の削減を命じたのはその象徴である。判決では、気候変動の深刻化は地域住民の生存権を脅かし、人権侵害をもたらし得ると認定して、気候変動と人権の関係を明確にしたが、ここで重要なのは、裁判所が気候変動対策を行う企業の行動基準として、国連の「ビジネスと人権に関する指導原則」に基づく人権デューデリジェンス(DD)を採用したことである。国連の指導原則は、企業がバリューチェーンに影響力を行使し人権への悪影響を防止することを求めており、判決はそれ

を踏まえ、シェルグループのバリューチェーンのCO₂排出量の削減義務を認めた。

また、気候変動対策を進める中で、脱炭素社会への平等で公正な「just transition」の取組みを進める際にも、人権の問題は重要である。企業や政策当局がjust transitionに取り組みなければ、生活を脅かされる労働者や地域社会の市民の不安により、社会変革全体のモメンタムが損なわれてしまう。Just transitionは企業の人権尊重に基づいている必要があり、したがって、国連の「ビジネスと人権に関する指導原則」によって求められる人権DDを実施していくことが重要になっている。気候変動対策の大前提として、誰一人取り残さない、とりわけ社会において脆弱な立場にある人々の生活が保障されるための施策を官民が連携して進めることが必要不可欠である。逆に言えば、公正な移行と人権尊重の取組みの繋がりを欠けば、気候変動対策のモメンタムも失われてしまう。

このため、PRIは、人権問題を気候変動対策と並ぶ最優先課題と位置づけ、今後、署名機関に国連の「ビジネスと人権に関する指導原則」の実践を促すとともに、協働エンゲージメントのプラットフォームを立ち上げることにした。このプラットフォームを、Climate action 100+に並ぶムーブメントにしていくというのがPRIの考えである。

(図8) 社会課題および人権に関する協働スチュワードシップ・イニシアチブ

- PRIは、「地球全体での人権尊重に対する投資家の集団的貢献の最大化」を図るため、協働スチュワードシップ・イニシアチブを今春新たに立ち上げる
- 署名機関に対して、**国連の「ビジネスと人権に関する指導原則」**の実践を促す



人権尊重に対するコミットメント



人権への負の影響の特定・
防止・軽減・対処のための
DDの実施



負の影響に対する救済
手続きへのアクセス提供

- 気候変動 (E) と人権問題 (S) の関連性

- ✓ 昨年5月のオランダ地裁のシェルに対する判決 (指導原則に基づくCO₂削減義務)
- ✓ Just transitionは企業の人権尊重に基づいている必要

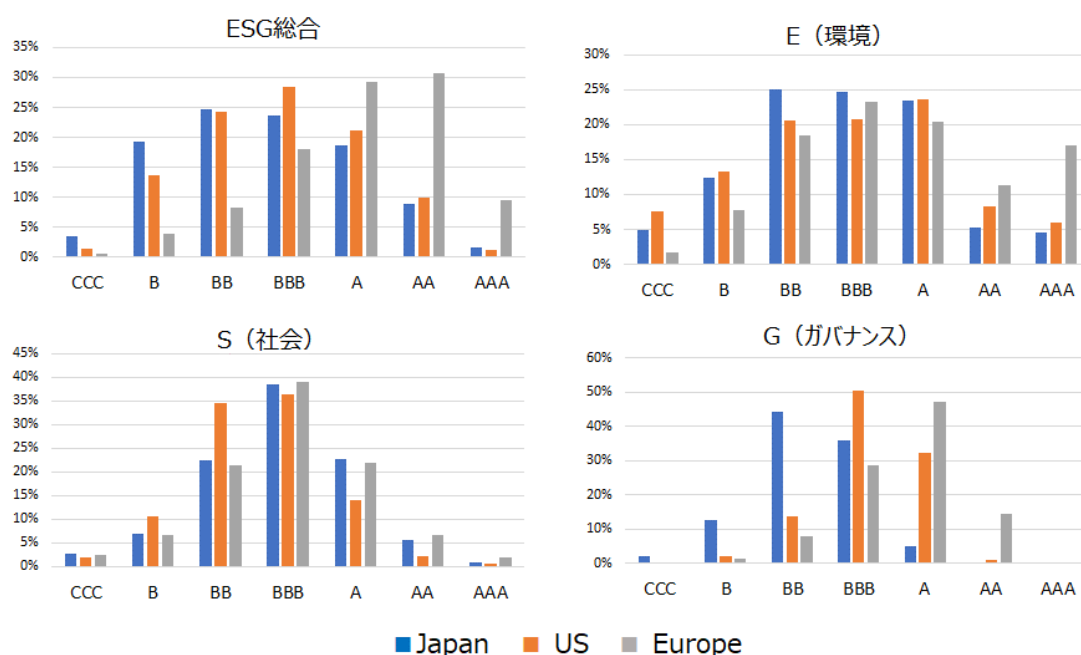
(日本の課題1. グローバル目線でESGに取り組む企業の裾野の拡大)

以上で、責任投資のグローバルトレンドについて整理した。以下では、こうしたトレンドを踏まえ、日本の課題についてまとめることにしたい。

まず最初に、企業の ESG 課題への取組みが ROA や ROE などの財務パフォーマンスの改善に寄与する傾向があるという点を踏まえ（図 2）、日本企業の ESG スコアがどのような分布になっているか、米欧企業と比較しながら確認しよう。

ESG スコアは評価機関によってばらつきがあるため、断定的な評価は避けるべきであることを予め断ったうえで、MSCI によるスコアをみると（図 9）、日本企業の ESG 総合スコアは、欧州企業に比べ明確に低く、米国企業よりもやや低い。内訳をみると、G スコアについては、米欧企業に比べ、日本企業が明確に低い。日本企業の G スコアが低い背景には、社外取締役が過半数未満、女性取締役の不在、独立取締役会議長の不在、報酬委員会や監査委員会の独立性欠如、株式持ち合いなどが影響している。ESG スコアの中では、G スコアの違いが株価パフォーマンスに最も有意な違いをもたらすという分析もみられ¹、日本企業の改善余地は大きいといえる。

（図 9）日米欧企業の ESG スコアの分布：MSCI による評価



（出所）MSCIの2021年12月時点のデータをもとに作成。ESGスコアがある企業（日本112社、欧州1412社、米国2415社）が対象。
 ※E、S、Gの内訳は数値のみの開示だが、MSEI ESG Ratings Methodologyの換算表を基にレーティングに選換

また、日本企業の E スコアは、欧州企業に比べ低い（図 9）。このことは、TCFD の開示状況からも窺われる。TCFD の 4 つの柱（ガバナンス、戦略、リスク管理、指標・目標）いずれにおいても、日本を含むアジアの企業は、欧州企業よりも開示が進んでいない（図 10）。それだけ取組みも遅れていることを示唆しているものと考えられる。NYU の研究チー

¹ QUICK Money World、「非財務情報（ESG スコア）を用いた投資手法の有効性」、2021 年 12 月
 ベクトル、「ESG スコアのグローバル調査実施：株価上昇に重要な領域」、2020 年 7 月

ムによるメタ分析では、ESGのうち、climate change 単独にフォーカスしても、その取り組みの違いが、財務パフォーマンスの違いとなってあらわれる傾向が確認されている（図2）。既述の通り、TCFDの4つの柱にしっかり取り組む企業の financial performance が長期的に改善するのは、ある意味、当然と考えられる。こうした点も踏まえ、日本企業は、気候変動への対応をより加速させていく必要がある。

(図10) Disclosure by Region: 2020 Reporting

Recommendation	Recommended Disclosure	Asia Pacific (333)	Europe (424)	Middle East and Africa (80)	North America (762)	Latin America (52)
Governance	a) Board Oversight	26%	36%	14%	20%	21%
	b) Management's Role	23%	31%	8%	11%	13%
Strategy	a) Risks and Opportunities	48%	67%	32%	48%	54%
	b) Impact on Organization	39%	50%	26%	35%	31%
	c) Resilience of Strategy	15%	24%	6%	7%	10%
Risk Management	a) Risk ID and Assessment Processes	35%	50%	20%	17%	29%
	b) Risk Management Processes	32%	47%	15%	19%	27%
	c) Integration into Overall Risk Management	32%	41%	11%	18%	21%
Metrics and Targets	a) Climate-Related Metrics	54%	75%	36%	23%	37%
	b) Scope 1, 2, 3 GHG Emissions	42%	64%	26%	21%	25%
	c) Climate-Related Targets	25%	61%	24%	25%	21%

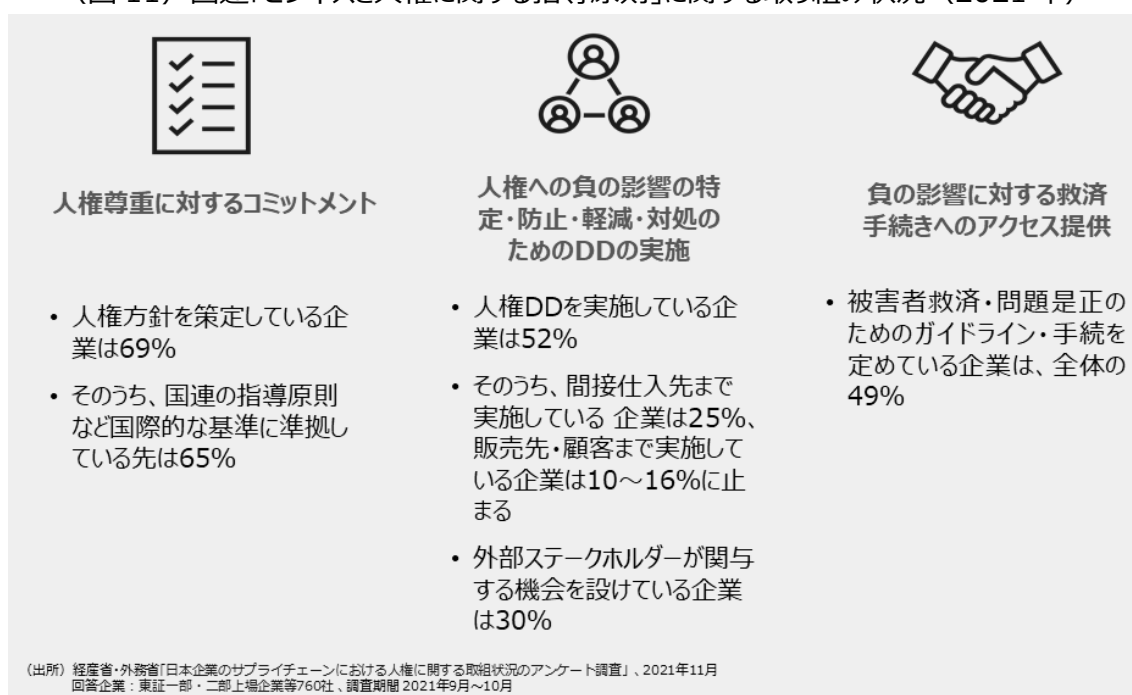
The numbers in parentheses represent the size of the review population. Legend: Low to high percentage of disclosure

(出所) TCFD, "2021 Status Report"

Sスコアについては、日本企業と欧州企業とで、分布に大差ないが（図9）、気がかりな点もある。人権問題への取組み状況だ。国連の「ビジネスと人権に関する指導原則」について、経産省と外務省が昨年秋に実施したアンケートをみると（図11）、人権DDを実施している企業は約5割で、うち、間接仕入先まで実施している企業は25%、販売先・顧客まで実施している企業は10~16%に止まっている。DDの対象範囲が、サプライチェーン・バリューチェーン全体に求められていることを踏まえると、この点では改善の余地が大きいように窺われる。また、DDの戦略を策定・実施・見直しをする際には、様々なステークホルダーと協議することが求められるが、地域住民など外部ステークホルダーが関与する機会を設けている企業は30%に止まっている点も、今後、改善が必要であろう。

既述の通り、今後、グローバル投資家は、企業の人権問題にも力点を置いてエンゲージメントを進めていくとみられる（図 8）。国連の「ビジネスと人権に関する指導原則」はソフトローだが、欧州を中心にハードロー化する動きが進んでいるもとの、グローバル投資家の日本企業の取組みに対する目線は今後より厳しくなっていくものと考えられる。

（図 11）国連「ビジネスと人権に関する指導原則」に関する取組み状況（2021 年）



（日本の課題 2. グローバル目線で ESG に取り組む投資家層の厚み）

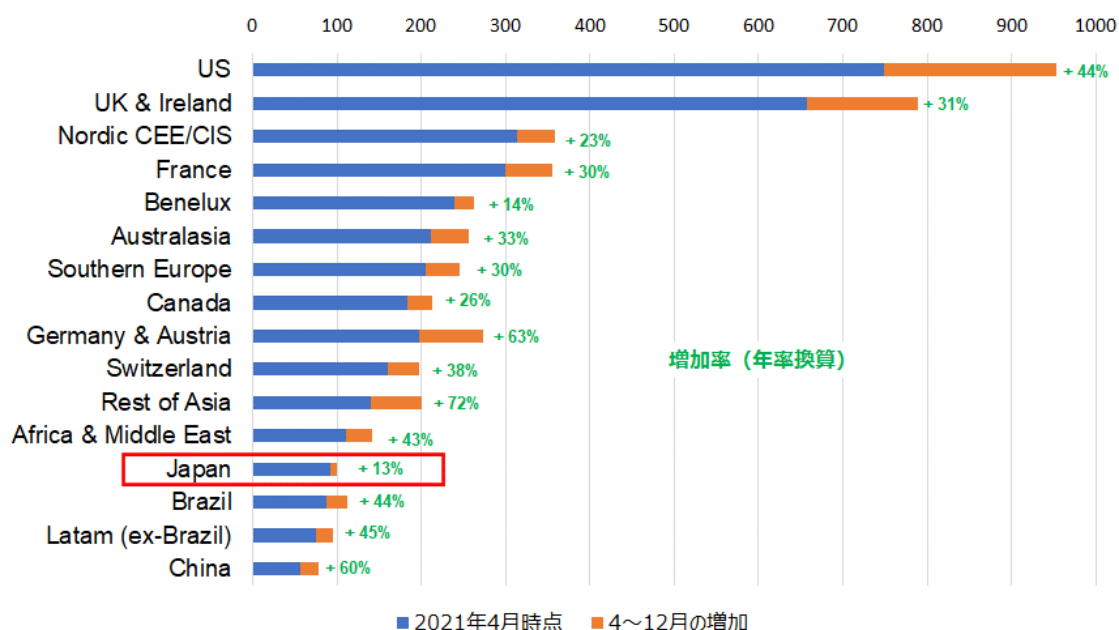
ここまで（投資される）企業の課題を整理したが、ここからは投資家の課題についてまとめる。

昨年 12 月時点における PRI の署名機関数の国別比較をみると（図 12）、米国が 900 超、英国・アイルランドが約 800、と大きくリードしている。日本はちょうど 100 で、アジアの中では最多の水準だが、欧米比見劣りしている。また、昨年 4 月から 12 月にかけての署名機関数の伸び率（年率換算値）をみると、多くの先進国において、30～40%と高い伸びを示しており、新興国では、ラ米諸国が 40%超え、アジアは 60～70%超えと更に高い伸びとなっている。これに対して、日本は前年比 10%強なので、やはり見劣り感は否めない。署名機関数の日中逆転は時間の問題かもしれない。

では、PRI の署名機関数（の水準や増加テンポ）からみた日本の相対的な地盤沈下は何を意味するだろうか。グローバル市場で ESG 投資がメインストリーム化していく中で、グローバル目線で ESG に取り組む投資家層の厚みという点で、日本が見劣りしたのでは、本

邦金融市場の競争力低下に繋がりがねない問題と言えるのではないだろうか。（ちなみに、PRI の理事は全署名機関による投票によって選出されるため、日本の署名機関数が他国対比伸び悩めば、日本の機関投資家から理事を送り出すことも困難になる。）

(図 12) PRI 署名機関数の国別比較 (2021 年 12 月時点)



PRI の署名機関のうち、アセットオーナー（年金基金や保険会社等）だけを取り出してみると、より心配な状況が浮かび上がってくる（図 13）。2006 年に PRI が設立された後、しばらくすると、アセットオーナーの署名はグローバルに伸び悩むが、2015 年のパリ協定以降、気候変動に対する関心が高まる中で、アセットオーナー署名の増加幅が拡大してきている。一方、日本の署名状況をみると、2015 年に GPIF が署名したことをきっかけに、動き始めたが、グローバルベースのような増加幅が拡大するという姿にはなっていない。日本のアセットオーナーの署名の伸び悩みがみてとれる。

アセットオーナーは、インベストメントチェーンにおいて、最終受益者に最も近いところに位置しており（図 5）、アセットオーナーには、最終受益者や顧客の長期的な最善利益（ベストインタレスト）に叶うよう行動する義務がある。責任投資において、アセットオーナーは、最終受益者の魂——つまり、価値観やサステナビリティ選好——を踏まえて、投資戦略を設定する必要があり、その魂をアセットオーナーがアセットマネージャーにしっかり伝達してはじめて、インベストメントチェーンのリレーが実現し、責任投資の形が整う。

逆に言えば、より多くの日本のアセットオーナーが、責任投資の魂を入れ込まなければ、いくらアセットマネージャーが ESG 投資の受け皿を用意しても、「仏作って、魂入れず」となってしまう。

(図 13) アセットオーナーの PRI 署名数

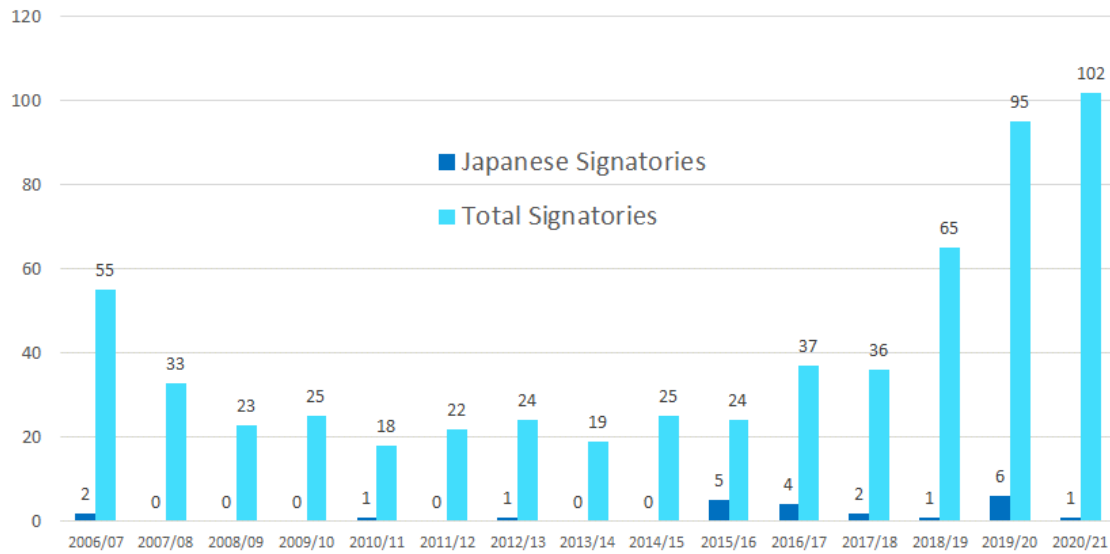


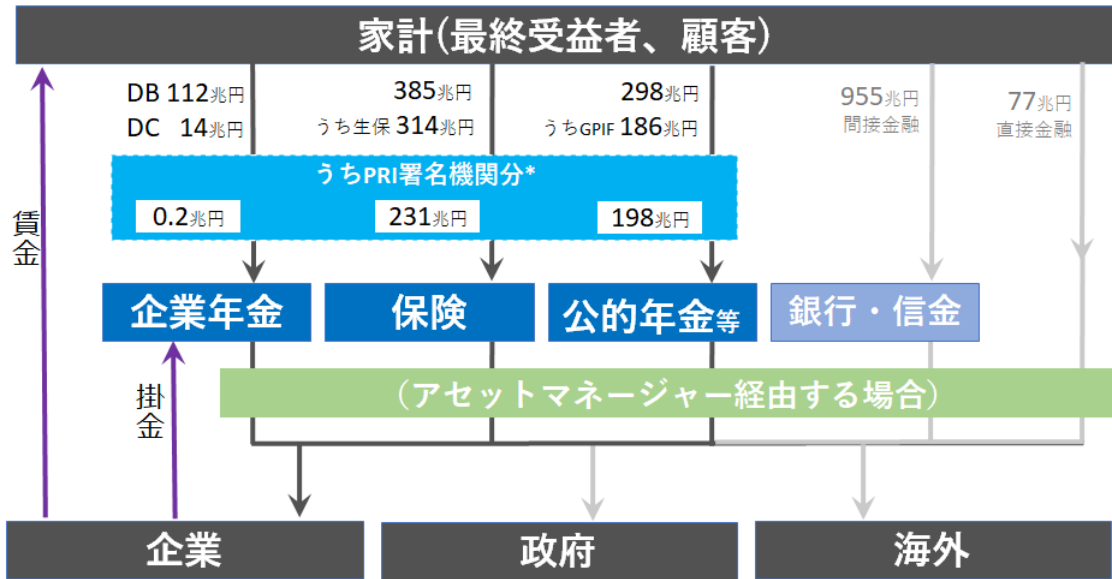
図 14 は、日本において、長期の機関投資家であるアセットオーナーを経由した資金はどの程度あるか、定量的に示したものである——ここでは、最終受益者や顧客である家計部門から流れる資金のみを取り出している²——。

企業年金、保険会社、公的年金などアセットオーナーを経由する資金は約 800 兆円となっている。銀行預金を経由する間接金融（約 950 兆円）には及ばないが、かなりの規模である。そして、この 800 兆円のアセットオーナーを経由する資金のうち、PRI に署名した機関投資家を経由する資金は約半分の 430 兆円である。ただし、430 兆円全てが ESG 投資というわけではない。アセットオーナーを経由する資金のうち、何割かは国債投資として、政府に向かっているからである。

以上の点を踏まえると、PRI 署名機関経由の資金のパイプがより太くなっていくことが望まれる。もちろん、「PRI に署名していないから、責任投資をやっていない」ということではない。しかし、繰り返しになるが、PRI への署名など、グローバル目線を意識した投資家層の厚みがあるほど、金融市場の活力や競争力につながっていくものと考えられる。そして、そのことは、長い目でみて、日本企業のポテンシャルにも影響していくであろう。

² 保険会社や年金基金を経由する資金は、家計の保険・年金の受給権の金額を表示。保険会社が劣後債や株式で調達した資金は含んでいない。

(図 14) 資金フローの鳥観図



(出所) 日本銀行「資金循環統計」2021年3月末残高、各社の公開情報をもとに当社で作成(*については、一部推計を含む)

(日本の課題 3. 企業の投資家としての役割)

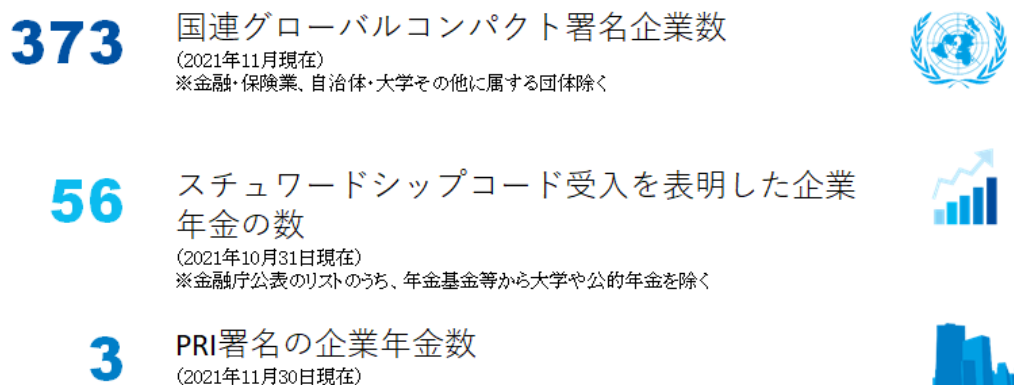
日本のアセットオーナーの PRI 署名が伸び悩んでいる背景の一つには、年金基金の署名が進んでいないことがある。実際、企業年金 (DB、DC) の総資産規模は 130 兆円あるが、PRI 署名の基金の規模は 1 兆円にも満たない (図 14)。

日本の企業は、大企業を中心に約 370 の企業がグローバルコンパクトに署名している (図 15)。グローバル・コンパクトに加盟した企業は、人権保護、不当な労働の排除、環境への対応、腐敗防止の 4 分野に関わる原則の遵守にコミットする。こうした動きは、ビジネスの社会・環境へのネガティブな影響を減らし、ポジティブ・インパクトを高めることに寄与するものと期待される。しかし、母体企業がサステナビリティへのコミットを強化する一方で、傘下の企業年金がスチュワードシップコードの受入を表明している先は 56 先と限定的である。さらに、PRI に署名している企業年金は、わずか 3 先に止まっている。見事なまでに、逆円錐の形状になっている。

企業には、傘下の年金基金を通じた、投資家 (アセットオーナー) としての役割もあるため、サステナビリティ重視の経営が日本企業全体に浸透すれば、母体企業によるグローバルコンパクトへの賛同、傘下の基金によるスチュワードシップコードの受入れ、PRI への署名は、本来、太い円柱の形状になるはずであり、それが理想の姿である。実際、英国の事例をみると、BT (旧 British Telecom) や HSBC など主要な母体企業がグローバルコンパクトに賛同すると同時に、傘下の年金基金が PRI に署名している。また、既述の通り、英国で

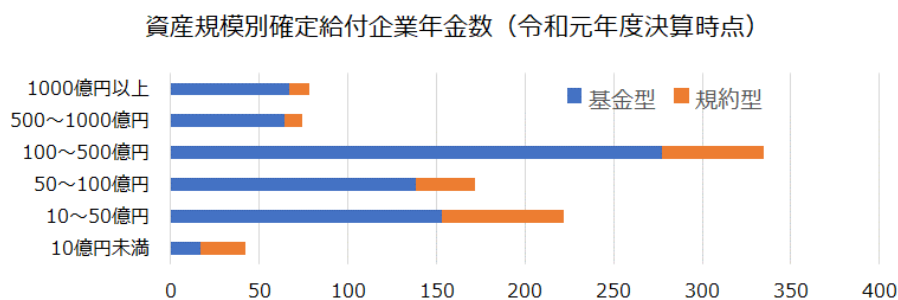
は、上場企業や主要な年金基金は TCFD 開示義務化の対象となっている（図 3）。

（図 15）日本企業とその傘下の年金基金による ESG への取組



日本の企業年金基金の資産規模は、全体としては小粒だが、規模のばらつきはかなり大きい（図 16）。資産規模が 1 兆円を超える DB 型基金も 10 先程ある。仮に、日本の企業年金基金が英国の規制（資産規模 50 億ポンド以上の先は 2021 年 10 月から、10 億ポンド以上の先は 2022 年 10 月から TCFD 開示義務）に服するとしたら、およそ 60～70 の年金基金が TCFD 開示の対象となるイメージである。

（図 16）日本の企業年金基金の資産規模



日本企業の退職給付資産の資産残高上位10（2020 年3 月）

母体企業	年金資産残高	母体企業	年金資産残高
三菱UFJフィナンシャル・グループ	3.04兆円	富士通	1.39兆円
トヨタ自動車	2.38兆円	日立製作所	1.36兆円
みずほフィナンシャルグループ	2.22兆円	パナソニック	1.36兆円
本田技研工業	2.03兆円	三井住友フィナンシャルグループ	1.31兆円
日本電信電話	1.88兆円	三菱電機	1.04兆円

注）各社の有価証券報告書の退職給付資産額を記載しており、確定給付企業年金（DB）の残高だけでなく、内外の連結対象会社の退職給付資産額を含み、退職一時金に充てられる額を含む場合がある。

（出所）PRI, “Private retirement systems and sustainability”, September 2021、金額は10億円以下切り捨てて表示

日本は、TCFD 賛同の企業数が世界で一番多いが、母体企業と傘下の年金基金がセットで、英国の主要企業や基金と同等なレベルで対応している先はない。今後、TCFD の賛同という点では、賛同企業の数という「量」だけではなく、賛同内容の「質」が問われてこよう。

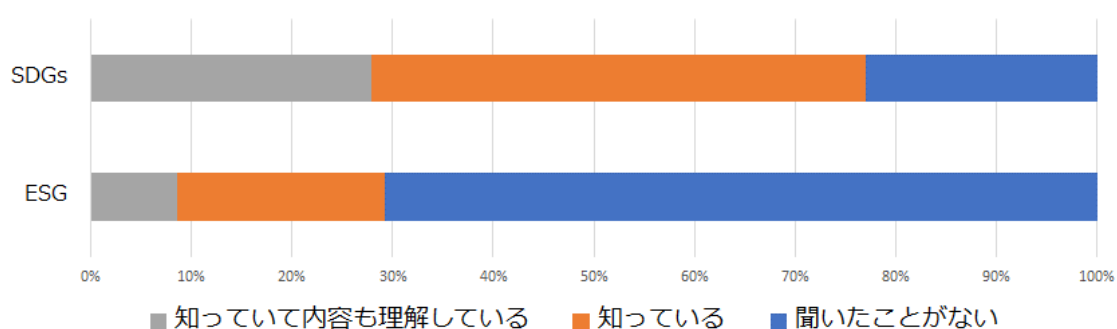
責任投資、ESG 投資は今後、さらに高度化・発展していくと予想される。そうした中で、企業年金基金を含む機関投資家はベストプラクティスを追求していくことが期待される。日本のアセットオーナーが、グローバル基準のベストプラクティスから乖離した基金運営を継続し、ガラパゴス化したのでは、海外の投資家から、日本企業のガバナンスに関して——本業と傘下の年金基金の間のサステナビリティ重視に対する温度差をみて——、サステナビリティ経営の本気度に注文がつけられる可能性もあろう。

（日本の課題 4 . CSR やサステナビリティ経営の視点）

日本生命が昨年 9 月に実施したアンケート調査によれば、8 割弱の国民が SDGs を知っている（関心がある）と答える一方、ESG について知っている人は 3 割弱にとどまる（図 17）。つまり、多くの国民は、サステナビリティに対して潜在的な選好やニーズを有しているのに、どう投資すればよいかわからない——ESG 投資について知らない——ということである。

（図 17）日本国民の SDGs と ESG に関する認知度

あなたは、SDGs と ESG という言葉を知っていますか？



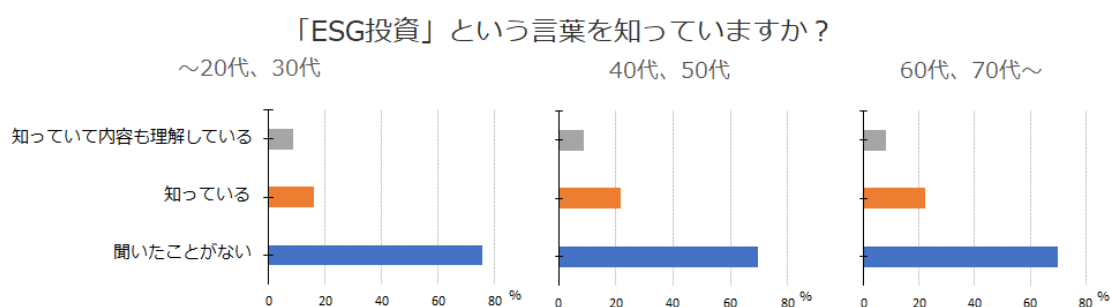
（出所）日本生命「ニッセイ インターネットアンケート～環境問題について～」2021年10月

こうした状況においては、企業年金基金も含めアセットオーナーは、受益者や顧客の潜在的な選好やニーズを掘り起こすために、彼らに対する啓蒙・教育活動を行っていく必要がある。既述の通り——ユニリーバの年金基金の事例で紹介したように（図 6）——、責任投資では、受益者の価値観やサステナビリティに対する選好を把握することが重要である。企業年金基金の限られた人的リソースでは、そこまで手が回らないということもあろうが、その

場合には、母体企業が年金基金をリソース面でサポートし、基金の責任投資を後押しすることが望ましい。責任投資は、企業の事業基盤である社会や環境の持続可能性を高めることにつながるため、企業には傘下の基金を通して ESG 投資を後押しする社会的責任がある。ESG についてリテラシーの十分でない従業員（基金加入者）が多い現状を改善するために必要な従業員の教育コストについては、創出した企業利益の一部を社会に還元するという視点で負担するという考えがあってもよいだろう。

欧米では、20～30 代のミレニアル世代が他世代に比べ、ESG に対する意識が高いとのアンケート結果がみられるが³、日本では、ミレニアル世代も ESG について知らない人が多い（図 18）。企業の持続可能性を考えれば、20 年後、30 年後の企業経営を担う若い世代に対する ESG 教育は極めて重要である。この点は、今すぐ、企業が取り組むべき課題であろう。長い目で見れば、そうした教育コストはペイするものと考えられる。責任投資によって環境や社会の持続可能性が高まれば、自社の経営基盤の持続性が高まり、従業員にとってもプラスになるからである。企業は、こうした取組みを、CSR、あるいはサステナビリティ経営の一環と捉えて対応していくことが望ましい。

（図 18） ESG に関する認知度：世代別



（出所）ニッセイインターネットアンケート（環境問題について）、2021年10月、回答者数10,138名

（日本の課題 5. システミックリスクの回避）

最後に、責任投資のマクロ的インプリケーションについて整理しよう。

ESG 課題への対応が、企業や投資家の financial performance の改善につながるという点を踏まえると（図 2）、責任投資家の層の厚みは、その国の経済や金融市場の活力や競争力に直結するといつてよい。年金基金を含め多くの投資家が、ESG という共通の尺度のもとで、スチュワードシップ活動に取り組み、企業が ESG 課題を解決していけば、経済の持続可能性と潜在成長率は高まると期待される。

³ [ESG investing is not yet popular but important to those who know: Survey \(yahoo.com\)](https://www.nissai.com/press/20211027)

逆に、母体企業の多くが、簿外の年金基金に、ESG と関連性の薄い資産を抱えたのでは、「日本株式会社」のポテンシャルを自ら閉ざすことにつながりかねない。リーマンショック後、積立不足が拡大した DB 型企業年金は、株式のウェイトを低下させるなどの de-risk を進めた。その結果、株価の下落といった急性ストレスに対しては、耐性ができた半面、低金利の長期化に伴い、予定利率の低下による拠出負担の増加（掛金の増加）という慢性ストレスを母体企業が抱え込むようになったとみられる。株主の視点でいえば、母体企業の年金基金への拠出負担の増加は、マイナス要因と言わざるを得ない。

「一企業の年金基金が、コストをかけてスチュワードシップ活動を行っても、どのみち、投資先企業の行動に影響を与えることはできない、だから、やっても意味がない」と判断してしまうと、どの年金基金も責任投資に取り組みなくなってしまう。そうなれば、環境や社会の持続可能性にとってはマイナスであり、最終的には、全ての企業にとって、事業基盤の持続可能性が損なわれ、マイナスの影響が広く及んでしまう。これはシステムリスクに他ならない。

こうした事態を防ぐ——システムリスクを抑制する——には、責任投資の同志、仲間をより集めていくことが重要である。PRI は、そうした同志、仲間のプラットフォームである。この点からみても、グローバル目線で ESG 投資に取り組む投資家層の厚みが、日本にとって極めて重要といえよう。

以 上