

いい企業を支援する投資 —長期・分散による ESG 投資—



千葉商科大学人間社会学部教授
伊藤 宏一
ITO Koichi

プロフィール

専攻はパーソナルファイナンス、ソーシャルファイナンス、日本金融史、金融教育。近年はシェアリング・エコノミーや ESG 投資の研究を進めている。NPO 法人日本協会専務理事、FP 学会理事。文部科学省・金融庁等で構成される金融経済教育推進会議委員。金融庁「長期・積立・分散投資に資する投資信託に関するワーキング・グループ」メンバー。論文等に「シェアリング・エコノミーと家計管理」(生活経済学会第 31 回研究大会会長賞受賞)『実学としてのパーソナルファイナンス』(共著 中央経済社)など。

はじめに エッセイのこと—投資と投機

「投資の話」というと、社会的にも大学内でも「胡散臭い」という受け止めが依然として跡を絶たない。曰く「相場に手を出すのはギャンブルと同じ」、曰く「値動きが激しく相場を読めないのが、怖くて損を出すのが嫌」、といった具合だ。「安く買って高く売りぬけるのは難しい」、「自分の儲けだけ考えて動くのはけしからん」といった声も依然として多い。

こうしたイメージは、実は自分の利益だけを考える短期的「投機」のものであり、環境問題や社会問題と取り組み、ガバナンスをしっかりと行ういい企業を長期で支援して、その企業が良い製品やサービスを社会に提供して収益を得、その一部が自分にリターンとして戻ってくる、というのが「投資」であることを日本人はまだ十分に理解していない、というのが私の実感だ。

ところでこの文章はエッセイで書け、と仰せつまっている。エッセイというとすぐに思い出すのがモンテーニュだ。モンテーニュの『随想録』はまさにエッセイの原型。その中に魔女の話がある。人々がある人

を魔女だと言っている。モンテーニュは、本当にその人が魔女かどうかを確かめに会いに行った。話してみると、魔女ではなく人間であり、魔女と言っていることが嘘であることを見破る。「ク・セ・ジュ」つまり「我々は何を知っているか?」。真理は探求中であり、経験によって真理に到達しようとする「懐疑的方法」が、「真理はすでに知られている」という独断論(独断論)と「真理に到達することはできない」という不可知論とを退ける真の認識方法だと、この膨大な著作を通じてモンテーニュは主張している。私はこのことを改めて思い出しながら、「投資は非道徳的であるし、実際に利益を出すことは難しい」という「魔女」が「投機」のことであり、「投資」はそうしたものではないことを徒然に書いてみたいと思う。

1. 公的年金運用で分散投資を考える

現役世代が毎月支払っている国民年金保険料や厚生年金保険料は、リタイア世代への年金給付に充てられ、

その残りは積立てられて公的年金管理運用独立行政法人（GPIF）が運用している。運用資金は約 145 兆円に及び、世界最大の年金基金となっている。

さて GPIF は将来の国民の年金となる大切なお金をどのように運用しているのだろうか。

その基本となるのが分散投資の考え方だ。GPIF は、「債券や株式のように、特性の異なる複数の資産に分散して投資すること、つまり分散投資を行うことにより、長期的にリスク水準を抑制できることが、これまでの国内外の経験則や投資理論で明らかにされている」として、年金財政上必要な利回りを最低限のリスクで確保するため、国内外の債券、株式等を一定割合組み入れた分散投資を行なっている。

ここで年金財政上必要な利回りは、どのように設定されているのだろうか。

公的年金制度の年金額については、年金受給開始時の年金額は、各人の現役時代の賃金をもとに名目賃金上昇率に応じて裁定（再評価）され、受給後は物価上昇率に応じて改定される仕組みとなっているので、長期的には、年金給付費は、名目賃金上昇率に連動して増加することになる。

従って、運用利回りのうち名目賃金上昇率を上回る分（実質的な運用利回り）が年金財政に影響を与えることになり、実質的な運用利回りの実績が財政再計算の前提を上回れば年金財政は見通しより好転し、逆に下回れば悪化するということになる。

このため、アセット・アロケーション（資産配分）に基づく年金積立金の管理及び運用を適切に行うことで、年金財政上の要請である「実質的な運用利回りを長期的に確保」することが可能になるという考え方だ。2014 年 10 月 31 日以降、この実質的な運用利回りは 1.7%（その直前は 1.1%）となっている。

2. 必要利回り確保のためのアセット・アロケーション

それではこの必要利回りを確保するためにどのような分散投資、具体的にはアセット・アロケーションを組んでいるのだろうか。2013 年 6 月から 2014 年 10 月 30 日までの必要利回り確保のためのアセット・アロケーションは、次の通り。

表 1

		国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	短期資産
アセット・アロケーション	割合	60%	12%	11%	12%	5%
	乖離許容幅	± 8%	± 6%	± 5%	± 5%	-

ご覧の通り、国内債券中心の運用だった。乖離許容幅というのは、基本割合からの上下のブレになる。資料によると、この時のそれぞれのリスクリターンは 1973 年から 2012 年のデータを元に以下のように設定している。

表 2

	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	短期資産
期待リターン	3.0%	4.8%	3.2%	5.0%	1.9%
リスク	6.5	22.48	12.90	22.48	3.59

さてこれに対して現行のアセット・アロケーションは、次のように変更されている。

表 3

		国内債券	国内株式	外国債券	外国株式
アセット・アロケーション	割合	35%	25%	15%	25%
	乖離許容幅	± 10%	± 9%	± 4%	± 8%

債券 50% 株式 50%、そして国内 60% 外国 40% という割合になっている。以前が短期資産 5% 債券 71% 株式 24%、国内 77% 外国 23% だったので、株式の割合が約 2 倍になり、外国の割合が 2 倍弱となり、債券に頼らない、国内外の分散を考えたアセット・アロケーションになっているのがわかる。

ところで 4 つの資産のうち株式について、GPIF は次のように考えている。

「株式への投資は、株式会社の経済活動の成果を享受するもので、全体としては経済の成長と大きな関わりがある。このため、運用収益の形で公的年金制度が経済成長等の果実を享受するものと言える。債券と比較すると、株式の場合、債券のような元本保証はないが、長期的には、株式全体の収益率は債券の収益率を

上回ることが期待される。」

また株式投資に伴って、公的年金積立金という資金の性格に鑑み、個々の企業経営への影響に十分に配慮しつつ、長期的な株主等の利益の最大化を目指す観点から、スチュワードシップ責任を果たしつつ、株主議決権の行使といった株主としての権利と義務を適切に果たしていくことは、受託者責任の観点からも必要なことと考えられている。国民という委託者から公的年金の資金を受託されて運用しているという点からすると、GPIFは国民に対してスチュワードシップ責任、つまり国民の執事役（スチュワード）としての責任があり、被保険者のために中長期的な投資リターンの拡大を図り、年金制度の運営の安定に貢献するとの使命に努めると言っている。その際、非財務的な要素であるESG（環境・社会・ガバナンス）にも配慮すると述べている。

3. 市場運用開始後の収益とその意義

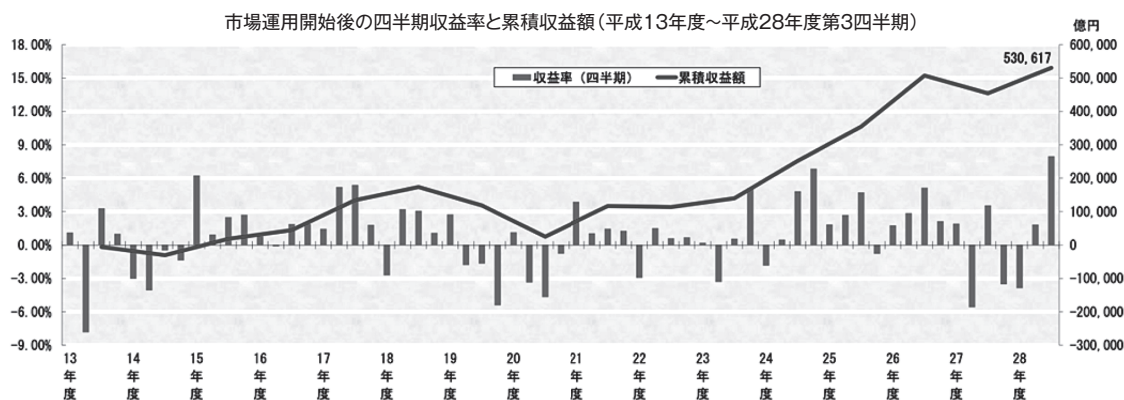
それではこうした運用の結果は、どうなっているのだろうか。以下の表とグラフをご覧ください。まず直近の2016年第3四半期（10月から12月）の期間収益率は7.98%だった。また市場運用開始以降の収益率は2.93%となっている。この数値はいずれも、必要な収益率1.7%を上回っている。

表4

	平成28年度第3四半期	市場運用開始以降 (平成13年度～平成28年度第3四半期)
収益率	7.98% (期間収益率)	2.93% (年率)
収益額	10兆4,973億円 (期間収益額) (うち、利子・配当収入は6,693億円)	53兆617億円 (累積収益額)
運用資産額	144兆8,038億円(平成28年度第3四半期末現在)	

それでは実際の金額はどうだろうか。2016年度第1四半期は、5兆2342億円の損失が記録されたが、同第2四半期は2兆3746億円、同第3四半期は10兆4973億円の収益が出て、2016年第3四半期までは7兆378億円の利益となった。2016年度第3四半期までの累積収益額は、2013年市場運用開始以来53兆617億円の収益、平成18年GPIF設立後で39兆6359億円の収益となっている。ちなみにここで「損失」といっても売却して確定しているわけではないので、実現損ではなく、長期運用の途中経過の一端ということである。

このグラフと表でお分かりの通り、単年度を見れば、マイナスの年もあるしプラスの年もある。しかし長期で見れば、1.7%という必要利回りを確保して運用されていることがわかる。2016年第一四半期の結果が昨年発表された時、5兆円もの損失が出てしまって問題だと一部で報道されたが、それは三ヶ月という極めて短期の視野で、しかも金額ベースで運用を見ているに過ぎないのであり、また実現損でもなく、長期で見れば



	13年度	14年度	15年度	16年度	17年度	18年度	19年度	20年度	21年度	22年度	23年度	24年度	25年度	26年度	27年度	28年度 4-12月	積立設立後 (18～28年度第3四半期)	市場運用開始後 (13～28年度第3四半期)
収益額 (億円)	-5,874	-24,530	48,916	26,127	89,619	39,445	-55,178	-93,481	91,850	-2,999	26,092	112,222	102,207	152,922	-53,098	76,378	396,359	530,617
収益率	-1.80%	-5.36%	8.40%	3.39%	9.88%	3.70%	-4.59%	-7.57%	7.91%	-0.25%	2.32%	10.23%	8.64%	12.27%	-3.81%	5.66%	3.02%	2.93%

図1

ば、必要利回りを確保しているのがわかる。また株式投資については、先ほど見たように ESG の視点も入れて、内外のいい企業を選んで投資するという方向に進んでいることも評価できるのではないだろうか。

4. ESG 投資の基本的性格とデータ

さてこの ESG 投資とは何か。2006 年アナン国連事務総長が金融業界に対して提唱したイニシアティブが国連責任投資原則 (Principles of Responsible Investment-PRI) で示したもので、機関投資家が受益者である個人や国民のために長期的視点に立ち最大の利益を最大限追求する義務を受託者として果たす上で、投資の意志決定プロセスや株式の保有方針の決定に環境 (Environment)、社会 (Social)、企業統治 (Corporate Governance) の課題 (= ESG 課題) に関する視点を反映させるための考え方を示す原則だ。つまり、投資家として環境、社会、企業統治に関して責任ある投資行動をとること = ESG 投資を行うことを宣言するものだ。国連環境計画と国連グローバル・コンパクトが推進している。

冒頭の包括的ステートメントと 6 つの宣言から構成され、包括的ステートメントにおいて、資産運用を委託した者 (委託者 = アセット・オーナー) の利益を最大限に考慮すべきという機関投資家の伝統的な「受託者責任」を明記した上で、ESG 要因が投資パフォーマンスに影響する可能性があるという PRI の大前提を示している。また、Q&A 集で PRI と受託者責任との関係について、「投資判断において ESG の課題を適切に考慮することは、リスクを調整したより高い収益に繋がり、投資家の受託者責任を堅固に守ることとな

ります。」と述べている。ESG 要因が投資パフォーマンスに影響する以上、当該要素について考慮することも受託者責任に含まれることを示している。

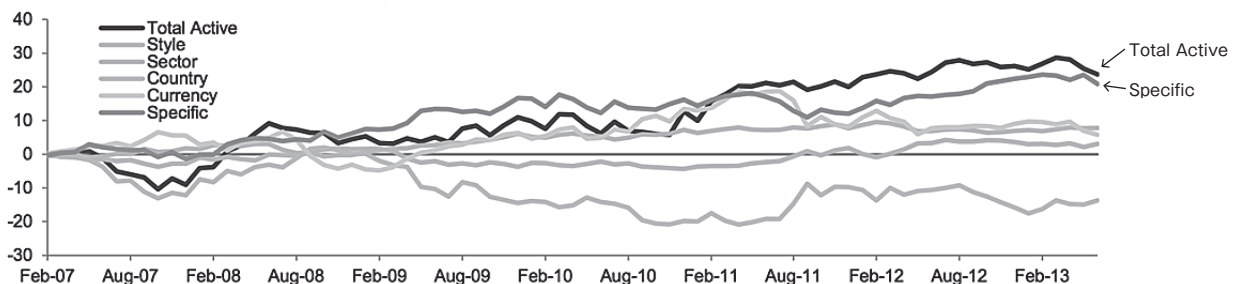
以下がその 6 つの宣言だ。

- 1 私達は、投資分析と意志決定のプロセスに ESG 課題を組み込みます。
- 2 私達は、活動的な株式所有者になり、株式の所有方針と株式の所有慣習に ESG 課題を組み入れます。
- 3 私達は、投資対象の主体に対して ESG 課題について適切な開示を求めます。
- 4 私達は、資産運用業界において本原則が受け入れられ、実行に移されるように働きかけを行います。
- 5 私達は、本原則を実行する際の効果を高めるために、協働します。
- 6 私達は、本原則の実行に関する活動状況や進捗状況に関して報告開示します。

ESG 投資で重要なことは、それが過去にあったエコファンドのような個別テーマに関する投資ではないこと、インデックスやアクティブ、あるいはその他の様々な投資手法の一つでもないこと、そうではなく、21 世紀に企業に投資するための基本原則である、という点だ。

ESG 投資は、第一に、環境・社会・ガバナンスに配慮するという点で倫理性を有し、その点で SRI (社会責任投資) と立場を共有する。その意味で倫理的投資ということが出来る。それは第二に企業への投資に関する最大のリスク要因をヘッジする。企業のガバナンスがきちんとされなければ、不正会計や長時間労働問題などを引き起こし、株価下落の要因になるし、CO²削減を進めなければ企業に課せられる COP21 による国内の環境課題に答えられなくなる。そして第三にそれは、超過収益の源泉となる。例えば、環境課題

ESG 格付けによる超過収益 (エマージングマーケット)
February 28, 2007 - June 30, 2013 • Percent (%)



Sources: MSCI ESG Research and Applied Research. MSCI data provided "as is" without any express or implied warranties.
Note: Returns shown are derived from the arithmetic excess return of the best half of ESG rated companies in a given month versus the worst half.

図 2

を解決するために節水テクノロジーを強化したトイレを開発すれば、収益力を増大させる。金融機関の支店のないアフリカやインドの地域に、金融決済機能のついたスマートフォンを普及させれば、サファリコムのように1700万台も販売できるようになる。

図2のデータは、エマージング・マーケットへのESGスコアの適用に関する研究。MSCI ESG格付けの上位半分の企業収益率から下位半分の企業収益率を引いたものをTotal Activeつまり超過収益とし、それが運用スタイル、投資セクター、国、為替、そしてSpecific = ESG要因の、どれに由来しているのかを、2007年2月から2013年2月まで分析したものだ。この図が示しているのは、超過収益の大半がSpecificつまりESG要因から生み出されているということである。

5. ESG投資とGPIF

国連責任投資原則は拘束力のない規範としてスタートしたが、同原則を受け入れる旨を表明した運用会社や年金基金などの機関は、2016年8月現在、全世界で1556機関、日本では、GPIF（2015年9月）のほか企業年金連合会（PFA 2016年5月）など全部で48機関となっている。GPIFは2016年、ESGインデックスを公募した。2017年3月末までにインデックスを選択し、同年夏からそのインデックスに基づく運用が開始される予定となっている。

さてGPIFは、上記の6原則に対応した基本方針を以下のように定めている。

それではGPIFが実際にESG投資を始めると、ポートフォリオにどんな変化が起こるだろうか。GPIFは2015年末の投資対象についてのデータを公表している。その中からいくつか拾ってみると、東京電力には約645億円、東芝には約700億円、三菱自動車には519億円、TOTOには約430億円、良品計画には約481億円投資していることになっている。昨年末のデータはまだ公表されていないので、これがどう変化したかはわからないが、例えば東芝については、2015年不正会計問題が明らかになり、東芝の株式は、東京証券取引所で特設注意市場銘柄とされた。そして2016年末には株主資本約3300億円に対して、東芝の子会社となっている米国ウエスティングハウス（WH）の子会社が、約7千億円の巨額損失を計上しており、これにより債務超過の可能性が取りざたされており、上場廃止の可能性も出ている。私たちが毎月支払っている年金保険料が、一部東芝に投資されていて、不正経理問題や債務超過問題で株価が大幅下落している。そうした極めてリスクな株式に投資していいのか、それは倫理的にも、リスクマネジメントとしても、収益を確保する点でも、適切とは言えないのではないだろうか。東芝に限らず、ESGで投資対象を再吟味し、ESGに適った会社に分散投資していくことは、今や投資で基本的に重要になっていることができるだろう。

6. 世界を変革する50の企業

米ビジネス誌のフォーチュン誌は2015年8月20日、

表5 GPIFのPRI取組方針

	国連責任投資原則	管理運用法人の取組方針
1	私たちは、投資分析と意思決定のプロセスにESGの課題を組み込みます。	・運用受託機関(国内株式、外国株式)におけるエンゲージメント活動におけるESGの適切な考慮について評価することを業務方針に明記し、公表する。 ・公表している「ステューワードシップ責任を果たすための方針」を変更し、ESGの適切な考慮を明記する。
2	私たちは、活動的な(株式)所有者になり、(株式の)所有方針と(株式の)所有慣習にESG問題を組み入れます。	(注)管理運用法人は法令により株式の直接保有ができないため、運用受託機関を通じてESGに取り組むこととする。
3	私たちは、投資対象の主体に対してESGの課題について適切な開示を求めます。	・運用受託機関が行うエンゲージメント活動の中で、投資先企業におけるESGの課題への対応方針について説明を求めます。
4	私たちは、資産運用業界において本原則が受け入れられ、実行に移されるように働きかけを行います。	・運用受託機関に対して、国連責任投資原則の署名状況について報告を求め、署名しているのであれば活動状況及び活動内容を、署名していないのであればその理由を説明するようそれぞれ求める。
5	私たちは、本原則を実行する際の効果を高めるために協働します。	・国連責任投資原則のネットワークの活動に参加する。
6	私たちは、本原則の実行に関する活動状況や進捗状況に関して報告します。	・国連責任投資原則で求められる報告書を作成し、報告する。 ・毎年度、運用受託機関の取組状況のヒアリングを含む管理運用法人の取組みを公表する。

初めての試みとして事業を通じて社会に変革をもたらしている企業トップ50社を格付した新たなランキング「Change the World 2015」を公表した。

同ランキングは自社の事業戦略の中核に主要な社会課題を位置づけ、その解決に向けた取り組みにおいて優れた功績を挙げている企業を表彰するもので、ESG投資の対象になりうる企業群といえる。候補企業の選定や格付にあたっては、2011年に「CSV（共通価値創造）」の概念を提唱したハーバード大学のマイケル・ポーター教授や、CSVを推進しているNPOシンクタンクFSGらが監修した。

初回となる2015年のランキングで1位に輝いたのは、英携帯大手ボーダフォンの合弁会社、ケニアのサファリコム。同社のスマートフォンを活用したバンキングシステム「M-Pesa」が、東アフリカやインドなど1700万人以上の人々に対して新たに金融サービスへのアクセスを提供した点が評価された。

2位に輝いたのはグーグルで、3位にトヨタ、4位にウォルマートと続く。トヨタはハイブリッド車のリーディングカンパニーとして自動車業界のCO₂排出削減に大きく貢献した点が評価された。そのほか、トップ50社にはスターバックスやユニリーバ、イケアなど優れたサステナビリティ戦略で知られる大手企業がランクインしている。

発表にあたり、フォーチュンは同社のウェブサイトで「資本主義」の質的な変化について次のように解説している。

同誌は「過去20年間は、中国の指導者らが平等という衣を脱ぎ捨てて自由市場を認めたことにより10億人が貧困から脱するなど、人類の歴史において資本主義の恩恵が最も際立っていた」としつつ、グローバル化やテクノロジーの進展が貧富の格差を広げている現状や2008年の金融危機の事例などを挙げながら、「賢い経営者は、従来の資本主義とは異なる大きな流れが進行していると感じており、その流れを無視すれば危険にさらされると認識している」ⁱと指摘する。

また、同誌は社会的関心の高い消費者や理想を求める従業員、そして懐疑的な市民に突き動かされる形で企業は社会課題を是正する資本主義の力を示す新たな

方法を模索しているとしたうえで、従来の資本主義のあり方を修正する必要性を強調している。また、政府の力が弱体化しつつある現状において、資本主義の力がかつてないほどに必要になっていると指摘している。

7. 個人資産運用への応用

さて最後に個人の資産運用について一言。個人の資産運用もGPIFのように長期・分散で、そして積立で行うこと、ESGに取り組む企業を選ぶこと、が基本だ。

まず大切なことは、自分の将来のライフプランに見合ったキャッシュフロー表を作成し、老後まで見通した目標収益率を計算すること。もちろんリスク許容度もしっかりと考慮する必要がある。そのためには、家計の収入や支出の見通しについて、いくつかのシナリオを立ててシミュレーションすることが大切で、インフレなど経済・金融環境を考慮することも重要だ。

次に目標となる必要リターンに見合った、自分のアセット・アロケーションを作ること。

そしてESGを考慮して、それに見合った具体的な投資信託などによるポートフォリオを作ることだ。

その際、アセット・ロケーション（投資するための制度）も考える必要がある。例えば、会社員の老後資金は非課税のDC、子供の教育資金は非課税のジュニアNISA、住宅の頭金や自営業者の老後資金は20年間積立投資できる非課税の積立NISA、というように制度を上手に使い分けることだ。

これらのことを一人ではなかなかできない。そうした時には、中立・独立のファイナンシャル・プランナーにアドバイスしてもらおう。（CFP®認定者検索システム <https://www.jafp.or.jp/confer/search/cfp/>）具体的な金融商品の選択にあたっては、投資顧問・助言業の登録をしている中立・独立のFPに相談してみよう。また投資信託協会の投信総合検索ライブラリー（<http://tskl.toushin.or.jp/FdsWeb/view/FDST000000.seam>）や日本FP協会の投資信託お役立ちサイト（<https://www.jafp.or.jp/toushinqa/>）は参考になるだろうⁱⁱ。

ⁱ <http://fortune.com/2015/08/20/introducing-change-the-world-list/>

ⁱⁱ 本稿に関しては、私が執筆した金融庁NISAサイト有識者コラム（http://www.fsa.go.jp/policy/nisa_2/column/index.html）および国民生活センター『国民生活』「金融商品の基礎講座」2016年6月号～2017年5月号（<http://www.kokusen.go.jp/wko/data/bn-kinyukiso.html>）もご覧いただきたい。