

2009年8月19日 全8頁

# 欧州主要年金基金のESG投資事情

経営戦略研究部  
河口 真理子

## ～欧州年金基金取材報告～

### [要約]

- 欧州4カ国の年金基金を訪問し、ESG投資に関する状況をヒアリングした。
- 明らかになったのは、いずれの場合もESG投資に取り組むきっかけとして社会からの強い要請が存在した。パフォーマンスは重要としているが、パフォーマンスの良し悪しを最大の理由としてESG投資を始めたわけではない。
- ESG投資といっても、エンゲージメント重視の基金、企業評価に組み込むことを重視する基金など、取り組みには差があるが、エンゲージメントと企業評価を上手く組み合わせることでより効果的なESG投資が可能となっている。
- 日本の年金基金でESG投資を推進するためには、ESG投資の社会的な意義を再確認する必要がある。

### はじめに

6月21日から12日間、欧州4カ国を訪問し、年金基金のESG（Environment, Social, Governance: 環境、社会、倫理）投資の取り組みについて取材してきた。今回の取材はESG投資に熱心とされる年金基金が中心だったので、得られた知見は欧州年金基金の業界全体のESG投資関連動向というより年金基金のESG投資のベストプラクティスという色彩が濃い。

今回訪問したのは、英国、オランダ、フランス、スウェーデンの4カ国。訪問前には4カ国はいずれも同様にESGに熱心な年金基金が多い、という印象を持っていたが、実際に各国の各機関を訪問してみると国ごとに異なる社会的な事情背景があり、また基金ごとに抱える様々な事情や要因が背景にあった上で、結果としてESG投資に熱心に映るという構図が明らかになった。

言い換えると、それぞれの基金ごとにESGに熱心ならざるを得ない社会的な事情（ステークホルダーの要請）があって、ESG投資に取り組むことがある程度前提となったうえで、基金はそれぞれ抱える歴史や組織の性格などを踏まえてESGを運用に取り込む具体的な戦略を立てて実施しているのである。

一方日本において、年金基金をはじめとした機関投資家にESG投資の可能性を打診すると、まずESG投資のパフォーマンスの良否に関する議論から始まる。しかし、今回訪問した各基金においては、ESG投資の前提条件としてステークホルダーからの要請が厳然と存在していた。そしてパフォーマンスに関する議論については、「ESGに配慮した投資のほうが長期パフォーマンスは高くなる」という信念にもとづいている基金から、パフォーマンス議論以前の問題と捉えているところまで、幅があった。

以下、4カ国ごとに、ステークホルダーの要請と、ESG投資手法と投資行動について概観する。

大和証券グループ 株式会社大和総研 八重洲オフィス 〒104-0031 東京都中央区京橋一丁目2番1号 大和八重洲ビル

このレポートは、投資の参考となる情報提供を目的としたもので、投資勧誘を意図するものではありません。投資の決定はご自身の判断と責任でなされますようお願い申し上げます。記載された意見や予測等は作成時点のものであり、正確性、完全性を保証するものではなく、今後予告なく変更されることがあります。内容に関する一切の権利は大和総研にあります。事前の了承なく複製または転送等を行わないようお願いします。本レポートご利用に際しては、最終ページの記載もご覧ください。株式レーティング記号は、今後6ヶ月程度のパフォーマンスがTOP1Xの騰落率と比べて、1=15%以上上回る、2=5%~15%上回る、3=±5%未満、4=5%~15%下回る、5=15%以上下回る、と判断したものです。

図表 1) 訪問年金基金一覧

基金名	国	組織概要	資産総額
FRR(フランス退職年金準備基金)	フランス	2001年設立2020年まで積み立て運用のみ。賦課方式年金を補完。	290億ユーロ(09.6末)
ERAFP(公務員退職年金補完基金)	フランス	2004年公務員年金の補完で設立された	150億ユーロ*
AP1基金	スウェーデン	スウェーデンの公的年金の1つ	1716億クローナ(08末)
AMF	スウェーデン	ブルーカラー労働者の年金基金350億ユーロ*	
BP年金	英国	BPの企業年金	110億ポンド*
USS(英国大学退職年金)	英国	大学の職業年金基金	290億ポンド(08.3末)
PV(運輸業年金基金)	オランダ	運輸業者の職業年金基金	65億ユーロ*
PGGM	オランダ	ヘルスケア・社会福祉系従業員のための年金基金	900億ユーロ(08.6末)
APG	オランダ	公務員・教職員年金基金の運用団体	1730億ユーロ(08.末)

\* )データは取材の口頭ベースなので、時期が不明  
出典) 大和総研作成

## 1. フランス

### 1) ステークホルダーの要請

フランスでは、FRR (Fond de Reserve Pour Les Retraites, 退職年金積立基金 2001年設立) ERAFP (Etablissement de Retraite Additionnelle de la Fonction Public 2004年設立 補完的退職公務員年金基金) を訪問した。いずれも今世紀にはいつから設立された公的な年金基金である。フランスでは、労働組合の力が強い。労働組合が支持する年金制度は、世代の違う労働者間での配分である賦課方式である。しかし高齢化社会が進展することから賦課方式だけでは破綻するとして、積み立て型年金基金の必要性が高まってきたためFRRとERAFPが設立された。いずれも理事会は労使双方から成る (ERAFPの場合は労使同数)。フランスの労働組合はその性格上基本的に金融・資本主義に批判的なので、積み立てて運用するという積み立て方式にはもともと嫌悪感がある。しかし、積み立て方式でないと年金制度自体が破綻することが明らかであったために、積み立て方式を労働者側代表に納得させるための手段としてESG投資の考え方が導入された。すなわち、ESGを考慮した投資なら労働者にとっても「正しい資本主義」だから受け入れられるだろうという考え方である。

### 2) 投資手法と投資行動

FRRは、ESGを考慮した投資を行っているが、彼らの投資は倫理投資でもSRI投資でもないと言っている。具体的な活動としては、ポートフォリオ運用への組み入れ、エンゲージメント (議決権行使、企業との対話など) を幅広く行う。投資手法は、大陸欧州の伝統であるインテグレーションと、ベスト・イン・クラス・アプローチをとっている。ネガティブスクリーニングは、クラスター爆弾など国際条約で禁止されているもの以外には行っていない。基本的には国連グローバルコンパクト、ILOの中核的労働原則、武器禁止条約をベースにしている。例えば2005年に外部委託運用の際に提示したマニフェストには、「国連グローバルコンパクトの原則に照らし合わせて、それぞれの業界で最悪の企業を排除するポートフォリオ」や、「排除する代わりに強力なエンゲージメントを行うポートフォリオ」などがある。議決権行使には積極的で、2007年度は投資対象企業の株主総会出席率は94.9%であった (なお技術的な理由からアジアの株主総会では議決権行使をしていない)。

ERAFPの場合は、主にポートフォリオ運用の評価にESGの要素を細み込んでいる。エンゲージメントは行っているが、議決権行使は規制されている。ポートフォリオ運用でも、株式投資（外部委託している）では独自のESG評価基準に従ってベスト・イン・クラス・手法を適用している。議決権行使はできないので、運用会社に一任している。ERAFPの場合、すべてのアセットクラスにおいて、環境、ガバナンス、社会的進歩（雇用やディーセントワーク）、人権、民主化（自由、組合結成の自由など）の5つのクライテリアを同じウエイトで適用するとしている。労働組合というステークホルダーの要請を考えればわかるとおり、これは、パフォーマンスをあげることが目的ではなく、同基金の方針として設定したものである。

債券でも社債におけるESG投資を検討中ということだが、この場合株式と同様のクライテリアを使用することを検討している。また、地方債への投資を行っているが、ESGのクライテリアに照らして問題ある自治体には、エンゲージメントを行うことでESG投資としている。

## 2. スウェーデン

### 1) ステークホルダーの要請

スウェーデンの場合は、持続可能(サステナブルな)社会構築を国家戦略として掲げさまざまな領域・政策面でも持続可能性を反映している。その一環として公的年金でESGに配慮した投資を行うことは、社会的にごく自然に受け止められている、という印象を持った。実際にスウェーデンでは2001年に年金改革が行われ、そこで公的基金(AP1～AP4, 6の各年金基金)のミッションとして、「リスクを低減すると同時に長期的なりターンを最大化すること、および、それを妨げることなく環境や倫理を考慮した投資を行う」と規定された。ここでは「環境や倫理を考慮した投資」としか規定されていなかったため、各基金は具体的に何をすべきかを検討することからESG投資を始めた。そしてコンセンサスとなったのは、国民の年金基金なのだから、国民のコンセンサスの得られないネガティブスクリーニング行わない。国民のコンセンサスを議会の決定ととらえ、スウェーデンが批准している国際条約(ILOなど)に違反しない企業に投資する、という基本方針を策定した。

一方、ブルーカラー労働者の年金基金AMPでは、スウェーデン国家が批准している国際条約のほかに、国連のグローバルコンパクトの10原則もクライテリアとして使っている。

### 2) 投資手法と投資行動

AP1をはじめとしたAP基金では基金が独自に善悪を判断せず、スウェーデンの外交指針に則った判断をする。また、ESGで問題が生じたからといって即座に株式などを売却することはしない。まずその問題に関して企業側に対してエンゲージメントを行うことを原則としている。なぜならば、問題企業の株式を売却しても、問題自体はなくならないので、投資家としての社会的責任を果たしたことになるからである。またAP基金はスウェーデン最大の機関投資家なので、実質的に売却することが困難という事情もある。よって基本的には、ESGの課題の中で問題とした企業に対して直接対話をしながら企業を変えていくというエンゲージメントをESG投資の中心としている。エンゲージメントをすることで、企業の日々の活動がサステナブルな方向に変化すれば社会にとってもスウェーデンの年金加盟者にとってもプラスであるという信念に基づく。AP1、AP2、AP3、AP4の4つの公的年金は、2006年より共同でエンゲージメントを行うとし、倫理委員会を立ち上げた。2007年は12社、2008年は13社<sup>1</sup>を選択し対話を行っている。企業数が限られているのは、コストと時間がかかるためだからである。なお対話の結果、企業側の対応に変化が無い場合は、個々の基金の責任で売却するかどうかを検討する。今のところ、地雷関係の10社が売却されている。AP基金では、ESGを企業評価に取り込むことは行っていない。

<sup>1</sup> 13社は、Duke Energy, Wal-mart, AES Corporation, Chevron Corporation, Freeport-McMoran Copper & Gold, Yahoo! (以上米国)、Bridgeston, トヨタ(以上日本)、Grupo Ferrovial (スペイン)、Petro China, (中国)、Rio Tinto (豪州)、Thales (仏)、Vendanta Resources(英)。

一方AMFでは、クライテリアに違反する場合、売却か、エンゲージメントいずれかを行う。エンゲージメントはコストがかかるので、その対象に投資価値があることが明確な場合に限られる。また、エンゲージメントをやっていて成果がでるまでの時間がかかりすぎる場合は売却することもある。なお、AMPでは、ESG情報を企業分析に取り入れることも始めている。これは投資対象銘柄が200社前後と少ないことも影響しているが、とりあえずESG情報を、アナリストが銘柄を絞り込む際のスクリーニングに活用している。また、セクターごとにどのESG項目が効くかも、実験的に調査している。

### 3. オランダ

#### 1) ステークホルダーの要請

PGGMでは、すでに1985年には投資の社会的インパクトを考慮した投資（武器や人権問題による排除スクリーン）を始めていたが、オランダでESGに対する関心が高まるきっかけは、2007年3月のTV番組でオランダの年金基金のオカネが地雷やクラスター爆弾の企業に投資されている実態が放映されたことである。「クラスター爆弾・地雷製造企業に対して私たちの年金基金の資金が投資されていることは問題」という世論が高まり、年金基金側としては、クラスター爆弾・地雷製造企業は全て排除することが当たり前となった。得にPGGMの場合は、ヘルスケア・社会福祉関係者むけの年金基金であることから、その業界と同じ価値観が年金基金にも求められたことがESG投資の背景にある。

いずれにせよ、オランダの年金基金では、クラスター爆弾・地雷の排除から始まり、現在では国連グローバルコンパクトの基準などをベースにESGを投資に組み込むことが行われるようになった。なお、社会問題担当省（Ministry of Social Affairs）が年金行政を担当しているが、2007年には、責任投資の実態調査をチェックし、2009年夏には、年金基金に対してアンケートを実施している。そこで、年金基金側にESG投資を実態として行っていないことが判明すれば、今後は何らかの形で、ESG投資を義務化する動きが強まることも考えられる。

#### 2) 投資手法・投資行動

前述したとおり、オランダでは、クラスター爆弾・地雷に対する社会的批判がESG投資の最大の契機となったので、年金基金の取り組みはこれらの関連企業を排除するネガティブスクリーニングからスタートした。しかし、時間の経過とともに、それだけではなく企業評価自体にESGの要素を組み込み投資判断に生かしていく方向性が明確になっている。

PV（運輸業界）基金ではTV番組をきっかけに、人権・労働・環境で問題ある企業を投資対象から排除するスクリーニングを行っている。この3つの点で問題のある企業に関しては調査会社から四半期ごとに問題企業に関するレポートが提出される。しかし、そのレポートにしたがって排除するのは指摘された企業の4割程度にとどまる。例えば、クラスター爆弾は排除するが、ミャンマーやスーダン関係企業は排除しないこともある。排除する必要のない理由があれば排除しないし、リストの基準自体が厳しすぎるとしている。また、この排除スクリーンは、株債券両方に適用されている。エンゲージメントに関しては、ガバナンスに関するエンゲージメントを、20社程度に対して行われている。今後環境社会についてもエンゲージメントを行う計画である。

PGGMでは、先述したようにESG投資は1985年から武器や人権問題に絡んだネガティブスクリーンから始めており、その歴史は長い。現在でも武器関係企業として、ボーイングやアリアンツなどが排除されている。90年には、運用時においてSRIスクリーニングの一種である、ESGに関して一番優れていると評価できる企業を優先的に評価するベスト・イン・クラス手法も導入した。2006年に策定した新たな責任投資方針においては、インテグレーション（統合）を行うことが記載された。インテグレーションは、ESGを企業価値評価に組み込む手段ではあるが、ESGの評価と財務面の評価をそれぞれ行って最終的に銘柄を選択するいわゆるSRI

スクリーニング（ベストインクラスやネガティブスクリーニングを含む）ではなく、ESGと財務面からの評価を同時に一元的に行う新たな手法である。インテグレーションを明記した理由として「受託者責任のためには、ESGは高いリターンにつながるという信念」をあげている。またESGのインテグレーションは、株や債券だけでなく、森林不動産、農地などの実物投資でも組み込む方としている。なおESG課題の中でも企業が人権問題を引き起こした場合は、即座に企業価値に反映させるよりも企業行動を改善していくプロセスのほうが重要であるとして、エンゲージメントを行うようにしている。現在30社以上とエンゲージメントを行っているが、その交渉プロセスにマイナスに作用するとして企業名は公開していない。人権以外にも、気候変動、ガバナンス、健康、武器の全5分野においてエンゲージメントを行う。特に株式運用は基本的にインデックス運用中心のためにエンゲージメントが重視されている。債券では、株式ほどESGの組み込みが進んでいないが、ミャンマーのソブリン債は購入しないなどの、排除スクリーンを一部で行っている。

APGでは、国連グローバルコンパクトの原則に則り、ESGのインテグレーションを出来る限り行うとしている。しかし、スクリーニング（ベスト・イン・クラス）は行っていない。この原則に違反している企業には、エンゲージメントを行い、改善がみられない場合は売却する。売却せずに保有し続けられれば、APGのブランドリスクのみならず経済上のリスクにつながるからだとしている。また気候変動などの問題では、政策当局者へのエンゲージメントを行う。現在の最大テーマは気候変動と人権問題で、最近では、水不足もテーマとして考えている。

## 4. 英国

### 1) ステークホルダーの要請

英国での年金とESG投資の歴史は比較的長く、既に1995年には年金基金の投資方針においてSRIに関する情報を開示することが検討され、2000年の年金法改正で開示が義務化された。これは大変インパクトのある政策で、ESG投資の義務化ではなく、開示を通じた緩やかな規制によってESG投資を誘導するという考え方は、欧州やオセアニアなどの他国でも参考にされた。また英国では倫理投資に関する社会の関心は90年代から高く、USS（大学年金基金）の場合は、90年代半ばにNGOによるキャンペーンのターゲットとなり倫理投資（タバコや武器の排除）を求められたことをきっかけにESG投資が始まった。ちなみに、USSでは、受託者責任の考え方からすると、倫理投資はすべきではなく、ESG課題のうち企業価値に実質的な影響が認められるマテリアルな側面のみを投資判断に考慮すべきである、というスタンスをとっている。

また、ガバナンスに関しては、年金基金に対して企業のガバナンスをきちんと行わせようとする社会的圧力が強まっていることもエンゲージメント推進の背景にある。

### 2) 投資手法・投資行動

どのようなESG戦略をとるのかは基金によって差があるが、エンゲージメントとインテグレーション中心である。USSでは、1999年にインテグレーションとエンゲージメントに関する戦略を策定し、2000年には実行部隊をつくり、現在に至っている。ESGの中でもガバナンスと気候変動問題は、企業価値にマテリアルな影響があるとしている。

ESGのインテグレーションに関しては、カーボンなど一部の要素はコストとして算定し、財務数字と同様に予測モデルに組み入れている。定量化が難しい場合は、定性情報を評価に組み入れるようにしている。一方で、企業価値に与える定量的な影響が計測できなければ重要でない、というわけではない。人的資源や気候変動のインパクトは現段階で必ずしも定量化できるものではないが、その重要性に変わりはないと考えられる。こういう影響が考えられる場合はエンゲージメントを重視している。ただし、エンゲージメントを行う会社は、物理的境界から10-15社に限定される。

英国主要年金基金に対する運用やアドバイスを行っている Hermes では、大口投資家の年金基金の場合売却が難しいことから、エンゲージメントを重視している。

## 5. ESGとパフォーマンスの考え方

### 1) ESG投資戦略とパフォーマンスのリンク

ESG投資とパフォーマンスの関係については、実証分析においてその優位性が証明されているわけではない。しかし、今回訪問した年金基金の基本的な考え方は、おおむね「受託者責任の観点からESGを考慮する必要がある。なぜならばそれは長期的なパフォーマンス上プラスになるから」というものであった。ただし、今まで触れてきたように、ESG投資といいながらもその中身にはかなりの幅がみられた。

例えば、インデックスファンド中心とか、時価総額が大きすぎる基金の場合は、自由に売買できにくいという物理的制約があるので、どうしてもエンゲージメント中心にならざるを得ない。またエンゲージメントのほうが、企業の行動を変える可能性があるのも、責任ある投資家のとるべき戦略、と考える投資家もいる。ただし、エンゲージメントは時間と手間がかかるので、全ての投資対象企業に対して行うことはできないし、また株主として力が行使できるくらいの株式を保有していないとインパクトもない。よって、ターゲットとする銘柄の絞込みと、他の投資家と協働で行うことが重要になる。なお、議決権行使に関しては、法規制も強化されていることもあり、おおむね積極的に行使している。当然議決権コンサルタントを括用しているが、ISSに対する批判や反発が多かった。ISSのアドバイスはきめ細かな調査ではない外形的なものから成否の判断をしている、機械的なアドバイスにすぎないと批判する基金が多かった。よって、欧州の事情に詳しい欧州の中小の機関を活用しているケースもいくつかみられた。

ESGを考慮して企業評価する方法であるが、現状ではベスト・イン・クラス・アプローチを取る基金が数社あった。しかし、これから主流になっていくのは、インテグレーションであろう。インテグレーションを自然に導入しつつあるケースとして興味深かったのが、オランダのAPGの手法である。APGではトップのESG投資に対するコミットメントが強いということもあるが、すべてのアセットクラスにおいてESGを組み込む方針を掲げている。ESGに関する情報は専門のチームが収集し、ファンドマネージャーやアナリストに対して提供している。具体的には、国連グローバルコンパクトの10原則に対して違反の有無やスーダン・ミャンマーなど紛争地域に関する情報などである。ただし、これらの情報をどのレベルまで投資判断に取り入れるのかは、個々のファンドマネージャーに任されている。すでに電力・ガス、自動車、鉱山の3業種ではESGが財務上大きな影響があることが認識されるようになった。従来型のSRIスクリーニング運用のように、機械的に財務スクリーンにESGスクリーンを重ね合わせて投資対象ユニバースを決定する形だと、ファンドマネージャーがなぜ特定企業が排除されてしまっているのか納得しかねるケースも出てくるが、APGのようにそれぞれのファンドマネージャーが企業価値を算定する上で必要な情報として自主的にESGの要因を考慮するようになれば、彼らもESGに対する抵抗はないし、パフォーマンスとのコンフリクトも生じない。運用全体にESGを浸透させるためには一番無理の無い形に思えた。

なお、企業評価にESGを組み込む際の問題として、社会的には重要な課題でも企業業績・企業価値に直接短期的には影響が認められない、すなわちマテリアルではないと判断されれば、その課題は投資判断に考慮されないことになる。そこで、エンゲージメントの重要性が出てくる。短期的に企業に影響がなくても、長期的には社会および企業へ何らかの定性的な影響があると考えられるESGの課題については、エンゲージメントを通じて企業活動を修正していけば、運用面で考慮できないという問題を補うことが出来る。ちなみに、今回訪問した基金の多くでは、気候変動問題は実際にかなりマテリアルな問題と捉えるようになっている。

日本では、SRIというとスクリーニング運用が中心で、ほとんどエンゲージメントはなく、一部で議決権行使を考える程度だが、ESG投資戦略を全体で捉えれば、投資対象資産の性格（株式か債券か、不動産かなど）と基金のミッション、基金の体制やESGの考え方によって、企業評価とエンゲージメントをうまく組み合

わせることが必要なのである。

## 2) ESGと長期運用と業界慣行

年金基金が実際に運用面でESGを取り込もうとすると、最大のネックがファンドマネージャーのパフォーマンス評価である。ESGを考慮した投資は長期投資と親和性が高いが、肝心のファンドマネージャーのパフォーマンス評価が業界標準の四半期～1年などの短期では、ファンドマネージャーが長期運用するインセンティブが生まれにくい。そのため長期運用にフィットするように評価体系を見直す基金も出てきている。例えばスウェーデンのAP1では、インハウス運用のファンドマネージャーのパフォーマンスは3年単位で評価している。BP年金の場合はそもそもBP本体が終身雇用で働く風土があり、BP年金のインハウスのファンドマネージャーはいずれも15年以上のキャリアがあり、長期的なパフォーマンスに向けた待遇となっているとしている。英国のUSSでは、株式運用のファンドマネージャーは、5年間のパフォーマンスで評価する体系をとっているが、まだ始めて2年なのでその効果は測定できていない。なお、このようにパフォーマンス評価を長期で行うことが可能なのは、USSが年度の業績にあまり敏感ではない大学の年金基金であるという事情もある。基本的に年金基金の運用成績は年度ごとに公表されるので、外部からは年度でのパフォーマンスをあげるようなプレッシャーが強い。特に企業年金の場合はUSSのような思い切った対応は困難なようである。スウェーデンのAP1でも、自分たちはファンドマネージャーを3年で評価しているが、自分たちは年度で評価されるという矛盾があると指摘している。

そういう面から考えると、今の運用業界のあり方自体がESG投資というより長期運用向きではない仕組みになっていることが問題として浮き彫りになる。基本的に基金の運用成績は年度ごとに報告されるので、ファンドマネージャーの評価も年度ごとにならざるを得ない。ステークホルダーに年金基金は長期投資なので年度のパフォーマンスは重要視しない、というコンセンサスが生まれにくい限り、年金基金側で思い切った長期運用体制をとることは困難であろう。

## 3) ESG投資とアセットクラス

ESG投資は基本的に上場株式が中心だが、債券投資にESGの視点を組み込む基金も少なくない。また分散投資の観点から、未公開株、不動産投資におけるESG配慮、森林や農地・インフラなどの現物投資、マイクロファイナンスも有望な投資対象とみる基金が多かった。なお、日本の年金基金だと株のウェイトはあまり高くないというイメージがあるが、今回訪問した基金の多くは、基金がまだ若いせいもあるのか、株式のウェイトが5割以上、中には7割程度というアグレッシブな基金も見られた。

## 4) ESG投資の課題

ESG投資を行う上での課題は、投資対象に関する情報、---調査資料、データなど---の質と量がまだまだ不足していることである。またESG投資の最大のリスクは、ESGに関する情報が不確かであること、という指摘も聞かれた。この情報の質と量のレベルは国によっても、企業や業種によっても温度差が大きい。ただし、一般的に言えることは証券ブローカーのESG投資レポートがまだ十分でないことである。またESGに関する哲学や価値観の違いがESG投資のコミットメントの程度を左右していることも明らかになった。特にネガティブスクリーニングは、そもそも価値観に基づいたものであるし、パフォーマンスに理論上マイナスの影響をもたらすので、よほど社会的に否定されたもの（例えば、クラスター爆弾には国際的な禁止条約がある）以外で行うことは年金基金の性格上困難である。最後に、パフォーマンス評価体系(期間を含めて)がESG投資の考え方とミ

スマッチであるという問題も無視できない。

## 6. 最後に

今回の取材を通じて、E S G投資の普及は、単なる善意やビジネス戦略の巧みさに困るものではなく、その社会がどのような価値観を持ち、金融・年金にどのような社会的役割を期待しているか、という社会的な要因に因る、ということを実感した。翻って、日本はどのような社会を目指すのか、そして年金や金融に何を期待するのか、そのビジョンがなければ、E S G投資を年金基金、それも公的年金で行う意味や意義は見出せない。よって、E S G投資のパフォーマンスの良し悪しという尺度で採用が検討されることにしかならない。

今回の取材で印象的であったのは、「自分たちの投資はE S G投資であり、S R Iではない」と明言する基金が多かったことだ。その理由は、まず価値観をもとにした倫理投資では受託者責任に反すると考えられること、そしてE S Gは長期的な企業価値に密接にリンクしているから投資判断の際に考慮することが受託者責任上不可欠、という考え方が共感を得ていることがある。よって、今後日本でもE S G投資を検討する際には、S R Iではなく、E S G投資と呼び名を変えるべきかもしれない。S R IとE S G投資ではE S Gという要素を評価することには変わりが無くても、そのスタンスは微妙に違うだろうし、E S Gのほうがより広い投資家層にアピールすることが出来るだろう。日本において何のためのE S G投資なのか、を関係者はここで再考すべきなのかもしれない。

以上

**【重要な注意事項】**

**お取引にあたっての手数料等およびリスクについて**

**手数料等およびリスクについて**

- 株式等の売買等にあたっては、「ダイワ・コンサルティング」コースの店舗（支店担当者）経由で国内委託取引を行う場合、約定代金に対して最大1.20750%（但し、最低2,625円）の委託手数料（税込）が必要となります。また、外国株式等の外国取引にあたっては、現地諸費用等を別途いただくことがあります。
- 株式等の売買等にあたっては、価格の変動による損失が生じるおそれがあります。また、外国株式等の売買等にあたっては価格変動のほかに為替相場の変動等による損失が生じるおそれがあります。
- 信用取引を行うにあたっては、売買代金の30%以上で、かつ30万円以上の委託保証金が事前に必要です。信用取引は、少額の委託保証金で多額の取引を行うことができることから、損失の額が差し入れた委託保証金の額を上回るおそれがあります。
- 非上場債券（国債、地方債、政府保証債、社債）を当社が相手方となりお買付けいただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。債券は、金利水準の変動等により価格が上下し、損失を生じるおそれがあります。外国債券は、金利水準の変動に加え、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。
- 投資信託をお取引していただく際に、銘柄ごとに設定された販売手数料および信託報酬等の諸経費、等をご負担いただきます。また、各商品等には価格の変動等による損失を生じるおそれがあります。

**ご投資にあたっての留意点**

- 取引コースや商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、上場有価証券等書面、契約締結前交付書面、目論見書等をよくお読みください。
- 外国株式の銘柄には、我が国の金融商品取引法に基づく企業内容の開示が行われていないものもあります。こうした銘柄については、外国証券内容説明書をご覧ください。

商号等 : 大和証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第108号

加入協会 : 日本証券業協会、社団法人 日本証券投資顧問業協会、社団法人 金融先物取引業協会

**【重要な注意事項】**

広告等審査済

**広告等における表示事項**

**(金融商品取引法第 37 条に基づく表示事項)**

本書面と一緒にご提供いたします各資料に記載した情報に基づき弊社とお取引いただく場合は、次の事項に十分ご注意ください。

- お取引にあたっては、商品の購入対価の他に、個々のお取引ごとに、あらかじめお客様と弊社との間で決定した売買手数料(注)をいただきます。また、購入対価に含まれる場合や手数料をいただかないお取引もありますので、お取引の都度、ご確認ください。なお、非居住者のお客様につきましては、有価証券をお預かりする場合には、最大で1年間に2百万円(税込)の常任代理人手数料をいただく場合があります。
- デリバティブ取引や信用取引等の場合、あらかじめお客様と弊社との間で決定した担保や委託保証金を差し入れていただく場合があります。その場合、お取引の額は、通常、差し入れていただいた担保や委託保証金の額を上回ります。
- 金利水準、為替相場、株式相場、不動産相場、商品相場等の変動に伴い、金融商品の市場価格が変動すること等によって、損失が生じるおそれがあります。また、お取引の内容によっては、損失の額が差し入れていただいた担保や委託保証金の額を上回るおそれがあります。
- 弊社がご案内する店頭デリバティブ取引の売付け価格等と買付け価格等には差がある場合があります。
- 金融商品の経理、税務処理については、事前に監査法人等の専門家に十分にご確認ください。

(注) 売買手数料の額は、その時々々の市場状況や個々のお取引の内容等に応じて、お客様と弊社との間で決定しますので、本書面上にその額をあらかじめ記載することはできません。

なお、実際のお取引にあたっては、必ず契約締結前交付書面等をよくお読みになり、お客様のご判断と責任に基づいてご契約ください。

商号等 : 大和証券エスエムビーシー株式会社  
金融商品取引業者 関東財務局長 (金商) 第 109 号  
加入協会 : 日本証券業協会、社団法人金融先物取引業協会