

# ESG・サステナビリティ投資

## アセットオーナー・サーベイ2020

日本ではじめてのアセットオーナーのみを対象とした本格的なESG調査

【調査時期】 2020年6月25日～7月31日

【調査対象】 オル・イン読者（企業年金）

【回答方法】 web



# 日本ではじめての アセットオーナーのみを対象とした 本格的なESG調査

## 企画趣旨

わが国では、GPIFに代表される公的年金を中心にESG投資の取り組みが活発化している。企業年金においても、日本版スチュワードシップ・コードの受け入れ数が年々増加傾向にあるなど、ESG投資を取り巻く環境は整いつつある。ただし、欧米各国のように「ESGがメインストリーム化している」状況までには達していない。

一般に大きな危機が生じると社会全体がリスクオフにシフトする動きがあるが、今般のコロナ禍はまさにこうした危機に直面したため、ESG投資への流れにも抑制がかかる可能性があると考えられる。

そこで「オル・イン」では、今の時期こそESGに対する信任を測るタイミングと見て、本邦初である本格的なアセットオーナー向けに「ESG・サステナビリティ調査」を行った。ESG投資の考え方や取り組み状況、そして推進の上での課題などについてリサーチするとともに、あわせて、ESGという観点からの運用会社のブランド調査も行った。



# 調査の概要

## 調査の目的

企業年金を中心とするアセットオーナーに向けて「ESG」や「サステナビリティ」を考慮した投資に対する考え方や取り組み状況、推進の上での課題を浮き彫りにする  
企業年金のESG投資の観点での運用会社に対する評価を可視化する

## 調査対象

オル・イン読者（企業年金）

## 回答数

日本国内の確定給付型年金（DB年金）を中心に合計104件

## 調査実施時期

2020年6月25日～7月31日

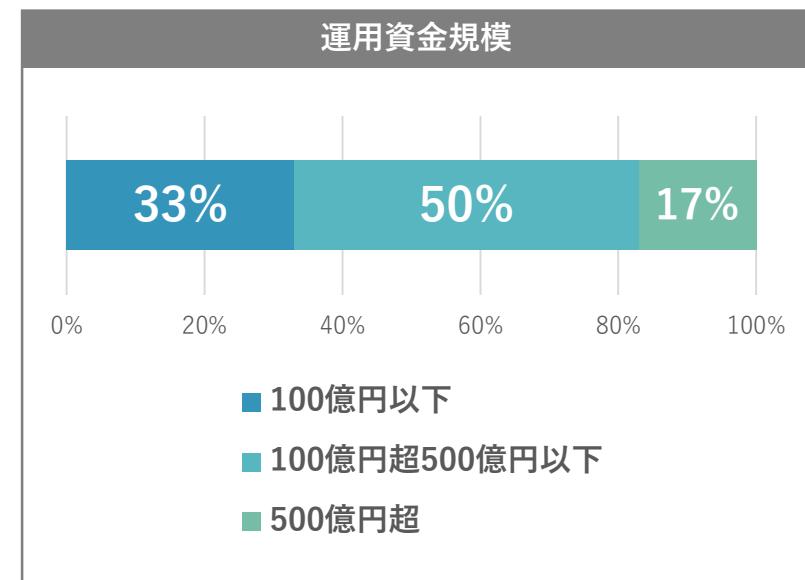
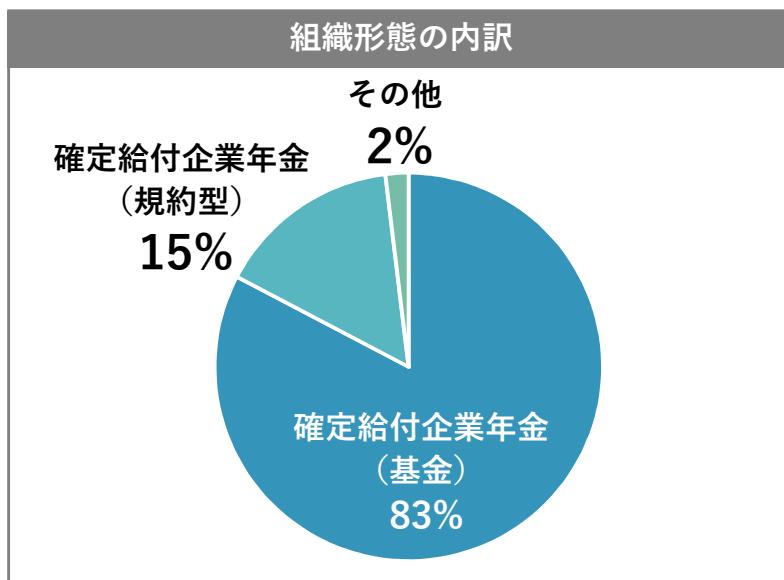
## 調査方法

メールにて調査票を送付、webフォームにて回答

# 調査の概要【回答者属性①】

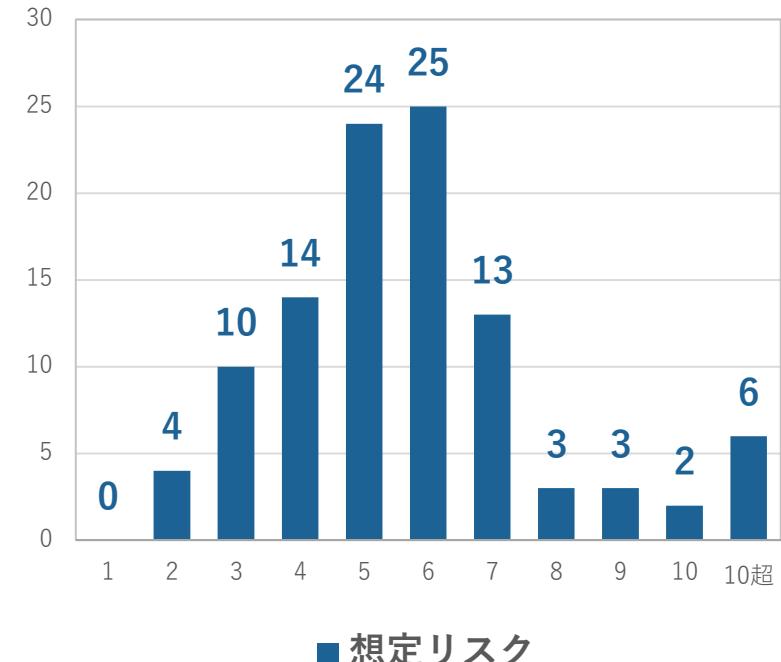
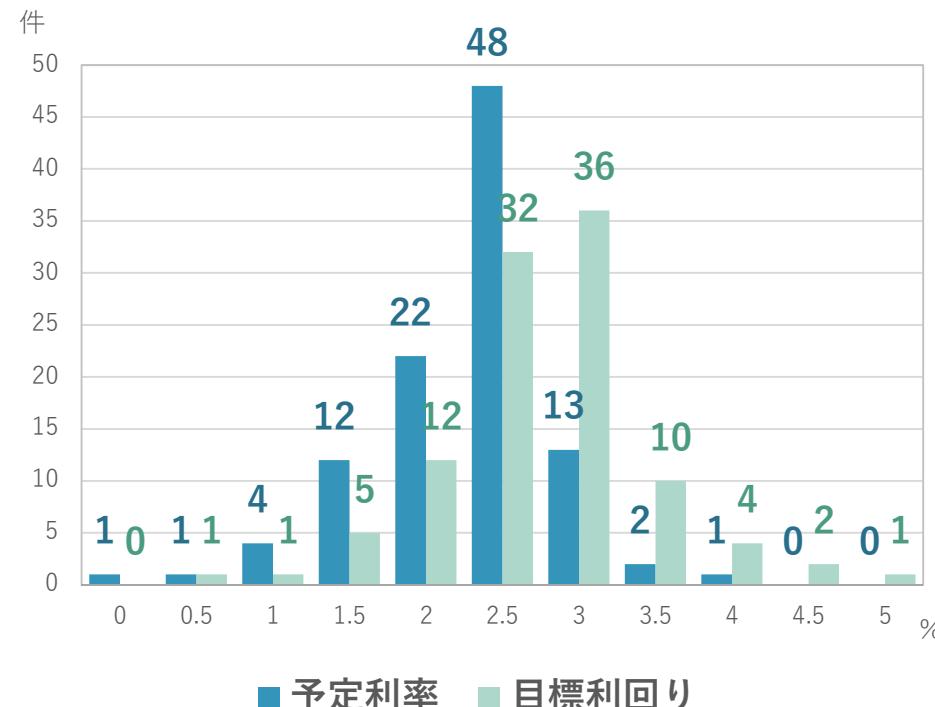
本調査に回答をいただいたのは104件。弊社がこれまで実施してきた調査標本と同様、バランスのとれた分布状況となっており、アンケート回答結果の有効性は高いものと考えられる。

- 組織形態は確定給付企業年金（基金）が86件（83%）、確定給付企業年金（規約型）が16件（15%）、その他が2件（2%）
- 運用資金規模は、100億円以下が34件（33%）、100億円超500億円以下が52件（50%）、500億円超が18件（17%）であった。



## 調査の概要 【回答者属性②】

- 予定利率は2%~2.5%が最頻値。
- 目標利回りは2%~3.5%の範囲に集まっている。
- 想定リスクは4%~6%の範囲が多いが、低い水準から高い水準まで広く分布している。



# PART 1

## ESG投資の実態について



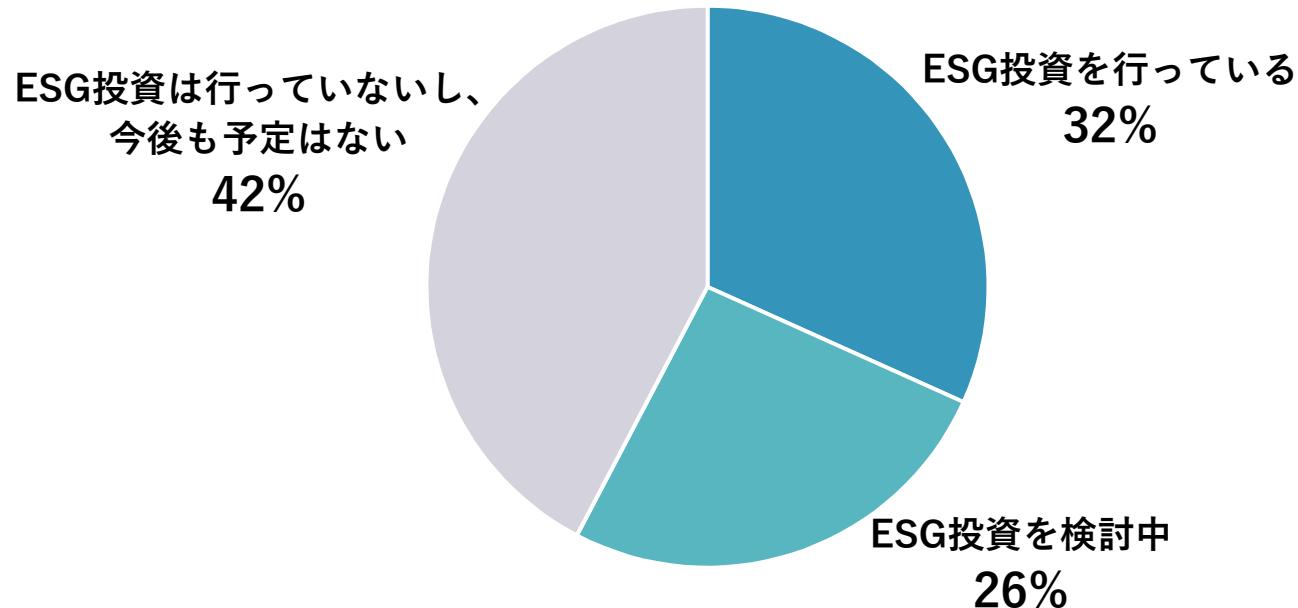
PART 1 では、本題であるアセットオーナーのESG投資の実態に迫る。

ESG投資は、ここ数年の中に、公的年金の運用主体であるGPIFの導入を契機に、企業年金でも急速に導入されてきていると言われている。しかし、どのようなESG投資がどの程度行われているかという実態ははっきり見えていなかった。アセットオーナーの見方と行動はESG投資に大きな影響を持つと考えられることから、今般の調査でキーとなるポイントを明らかにできれば、ESG投資の今後の成長に資するものである。

本調査では、企業年金のESG投資について、投資目的や運用手法、対象資産クラス、課題、今後の対応など、多面的に実施した。

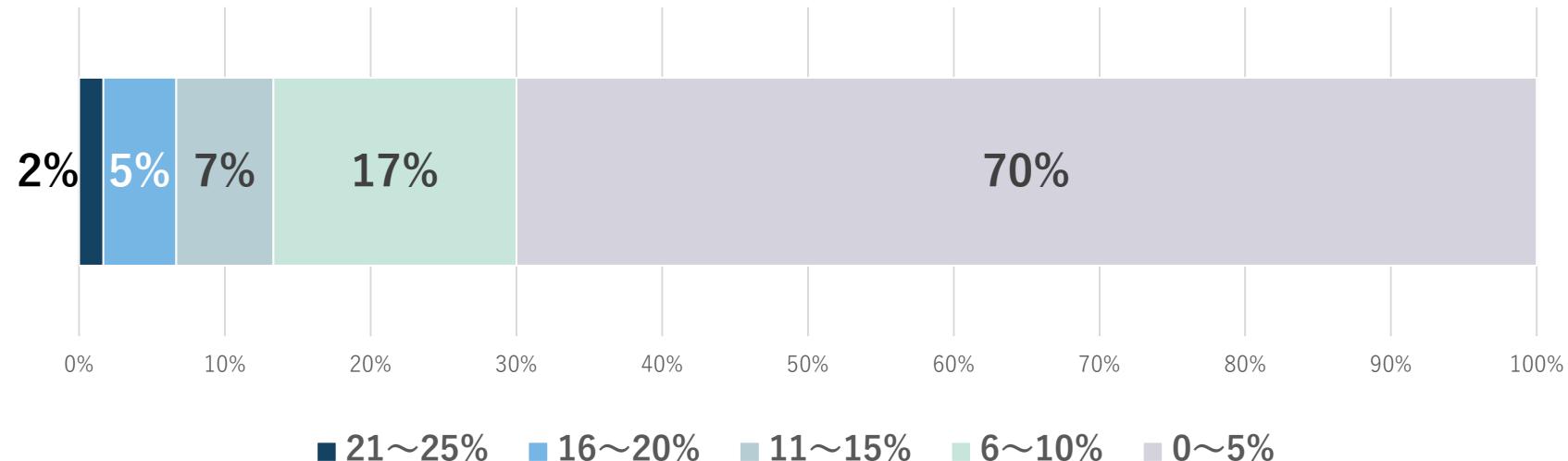
Q1

## ESG投資の実施状況



ESG投資の実施状況についての答えは、「ESG投資を行っている」は33件（32%）、「ESG投資を検討中」は27件（26%）と、ESG投資に前向きなアセットオーナーは60件（58%）と過半数を超えるものの、約4割ものアセットオーナーは積極的に取り組んでいないのが現状である。逆に言えば、今後、ESG投資が拡大する余地は十分あると言えよう。

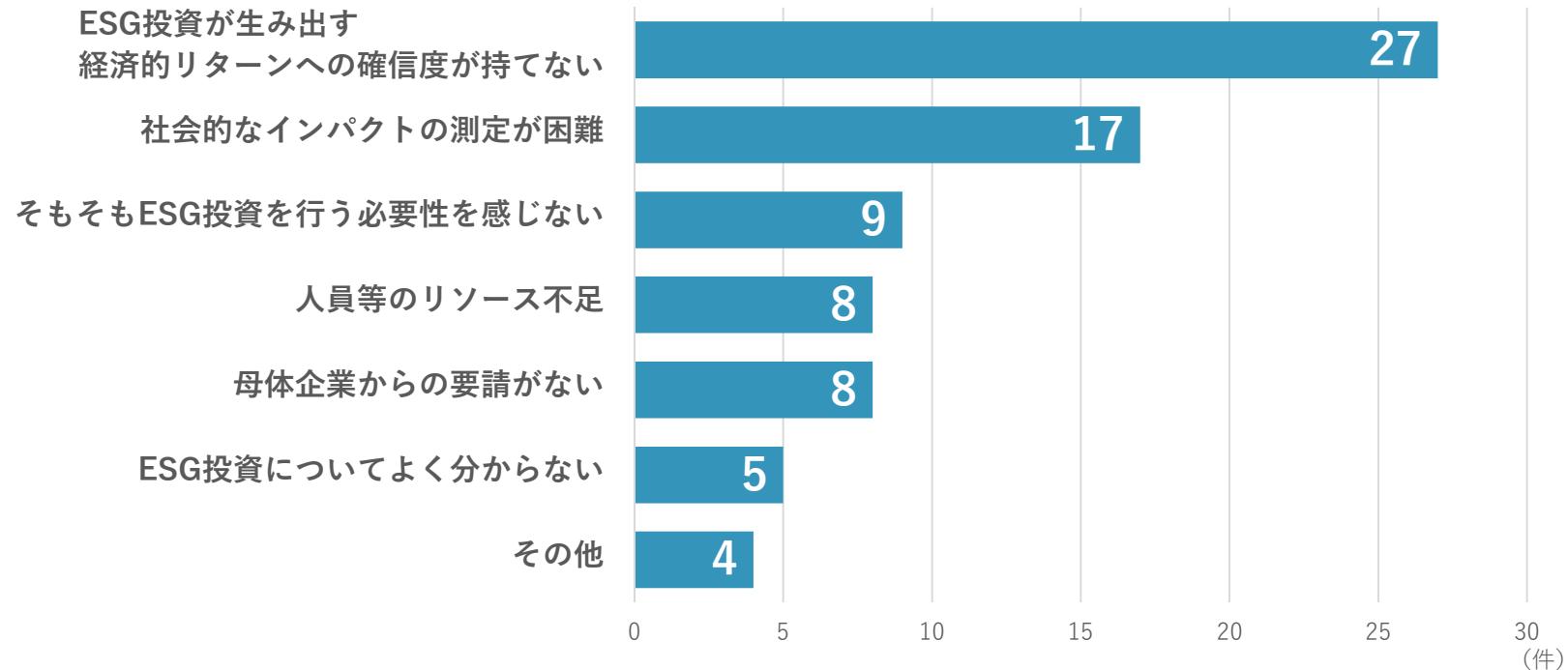
Q2

ポートフォリオ全体に占めるESG戦略（当質問のみ  
「ESGインテグレーション」手法を除く）の比率

Q1の「ESG投資を行っている」と「ESG投資を検討中」と答えた方を対象に、ポートフォリオ全体に占めるESG戦略（当質問のみ「ESGインテグレーション」手法を除く）の比率を質問したところ、全体の9割近い投資家が「10%以下」と回答した。ESG投資に取り組む投資家は増えてきているとはいっても、ポートフォリオ全体におけるESG投資が占める割合は大きいとは言えない。後のQ12で明らかになるが、現状の投資対象資産クラスが国内外株式にとどまっていることも当比率の結果を反映したものと思われる。ポートフォリオ構成でESG投資が主流になるとする向きもあるが、そうであるとしてもある程度の時間を要することが想定されよう。

Q3

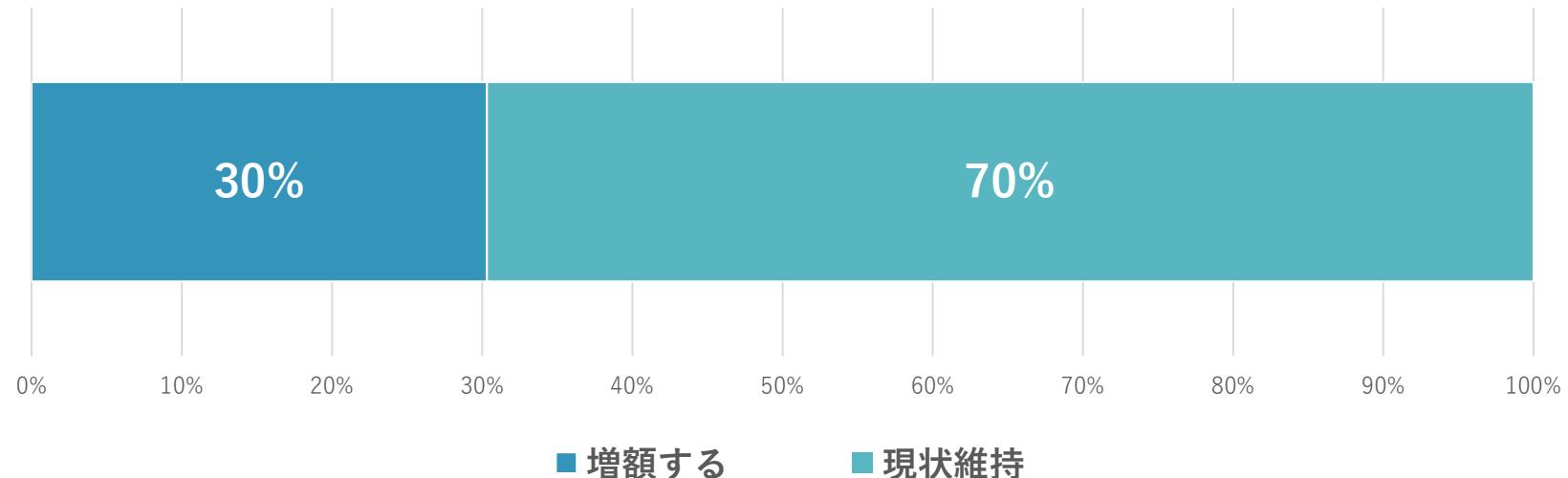
## ESG投資を行っていない理由



ESG投資を行っていない理由のトップは「経済的リターンへの確信が持てない」だった。ESG投資の慎重派からは「本当に儲かるのか？」という懐疑的な見方が根強いと言われているが、本調査でもそれを支持する結果となった。次いで、「社会的インパクトの測定が困難」を挙げるアセットオーナーが多かった。昨今、ポジティブインパクト投資への関心も高まっているが、同時にインパクト目標の設定や評価の難しさや情報不足も指摘されることを映した結果と言えよう。

Q4

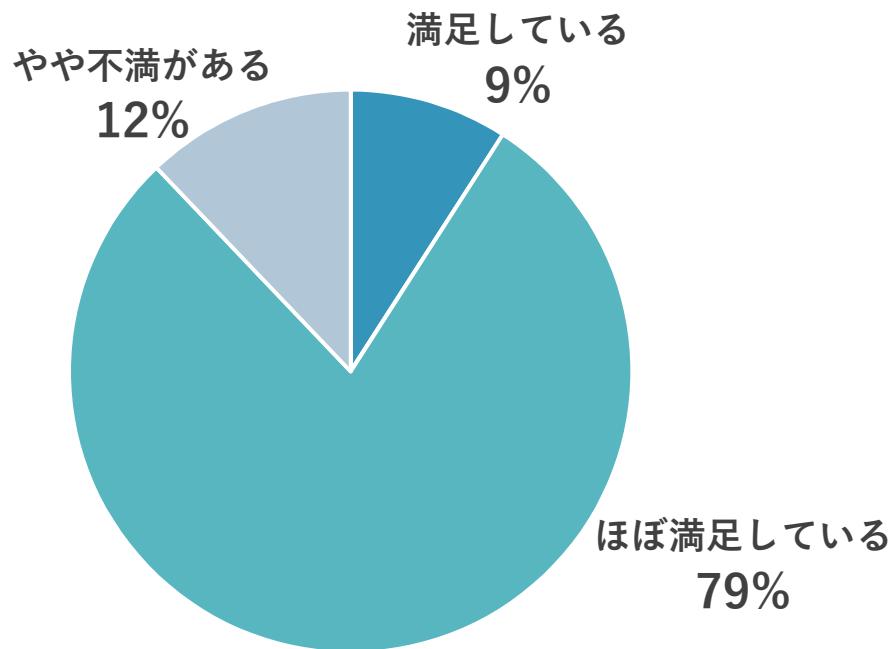
## ESG投資の今後の採用方針



「ESG投資を行っている」と答えた33件の方にESG投資の今後の採用方針を質問したところ、「増額する」は10件（33%）、「現状維持」は23件（70%）であり、「減額」と「ESG投資をやめる」はともに0件であった。つまり、一旦ESG投資を始めたアセットオーナーは、ESG投資に対する否定的な見方は持っていないと言える。それ以上に、投資成果が積み重なるにつれて、増額の可能性が高まることも期待される。

Q5

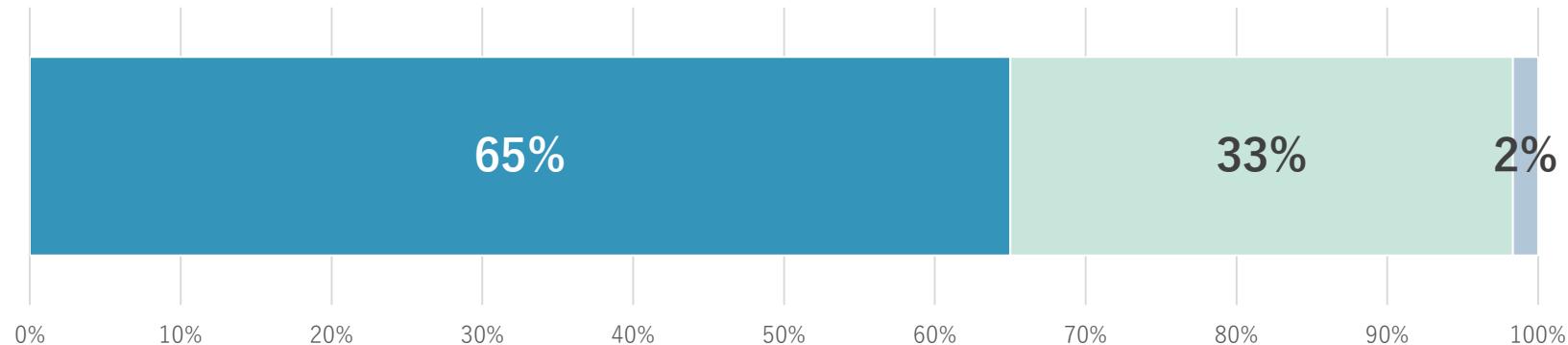
## 現在のESG投資についての満足度



「ESG投資を行っている」と答えた33件の方におけるESG投資の満足度は、「満足している」が3件（9%）、「ほぼ満足している」が26件（79%）で、8割以上のアセットオーナーが高い満足度を感じている。Q4（ESG投資を今後「増額」あるいは「現状維持」と回答）を反映した結果と言えるだろう。

Q6

## ESG要素の評価

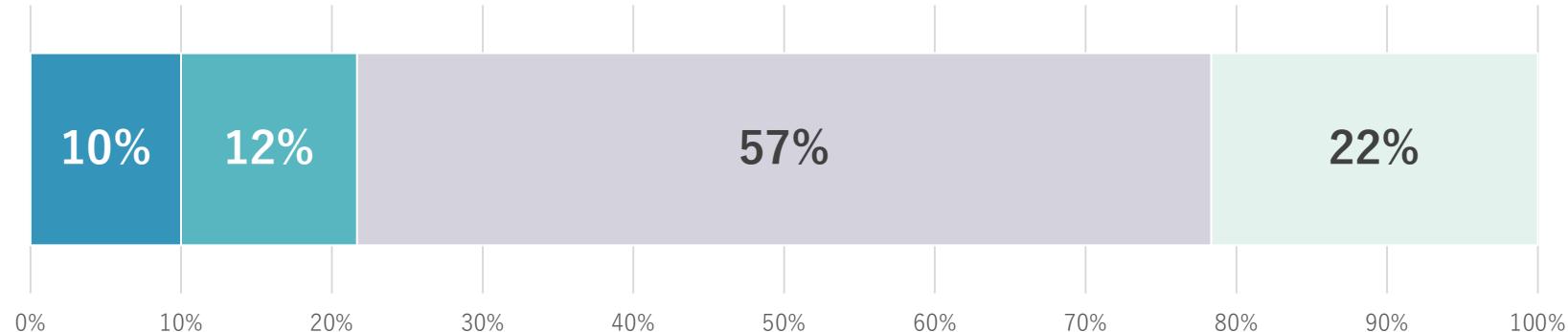


- ポジティブに評価する
- 戦略の採用判断には影響しない
- ネガティブに評価する

「ESG投資を行っている」、「ESG投資を検討中」と答えた方を対象として、投資戦略の採用を検討するにあたってのESG要素の評価を尋ねたところ、「ポジティブ」が39件（65%）、「影響せず」が20件（33%）、「ネガティブ」が1件（2%）。このことは、Q4で今後のESG投資を「増額」もしくは「現状維持」とする根拠の1つを示すものと言えよう。

Q7

## 運用基本方針の中でのESGの投資方針

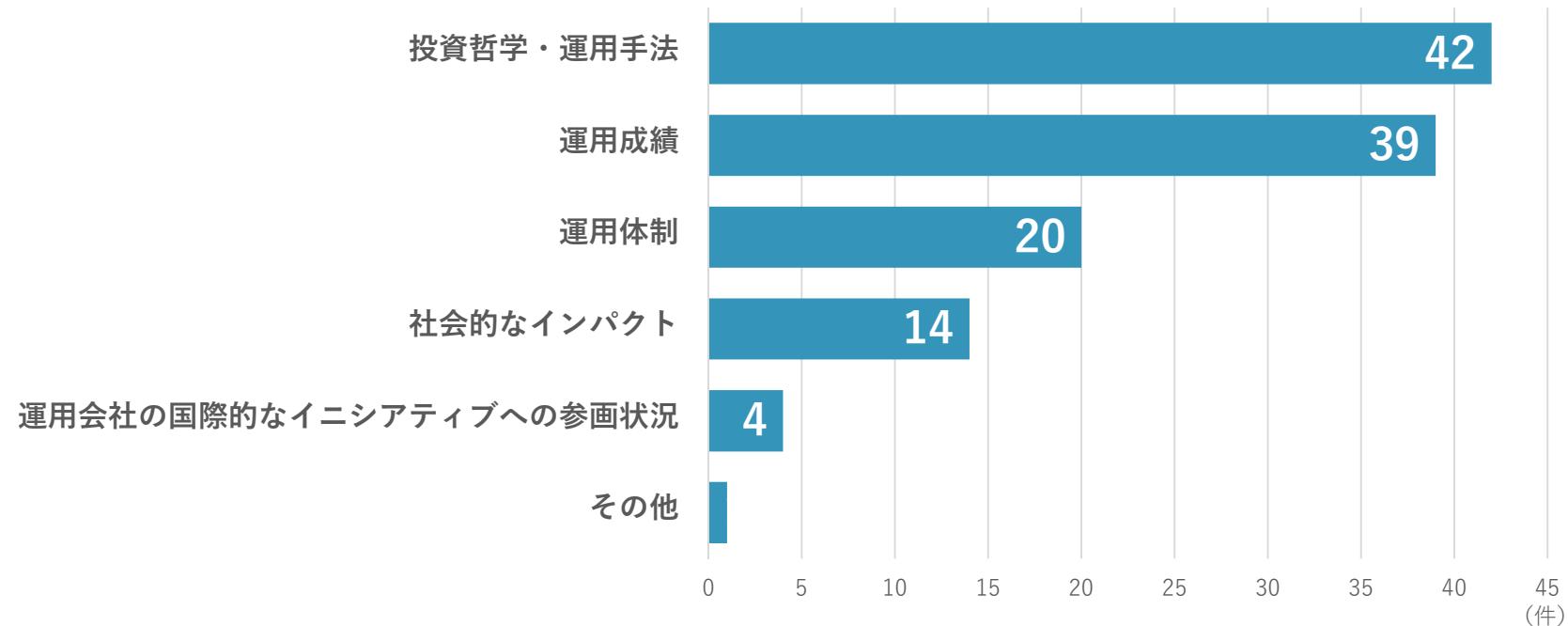


- ESG投資について投資方針を定めている
- ESG投資について投資方針を定めていないが、定める予定である
- ESG投資について投資方針は明確に定めていないし、予定もない
- まだわからない

「ESG投資を行っている」、「ESG投資を検討中」とお答えになった方を対象に、ESG投資について投資方針を尋ねたところ、「定めている」が6件（10%）、「定める予定」が7件（12%）であったのに対し、「定めていないし、定める予定もない」が34件（57%）と「まだわからない」が13件（22%）とで79%を占めた。このことは、投資方針を明確化する以前に、ESG投資を始めるという「実践先行型」が現状の傾向であることが読み取れる。その理由について、PART 2 でスチュワードシップ・コードの受け入れとの関連性から議論する。

Q8

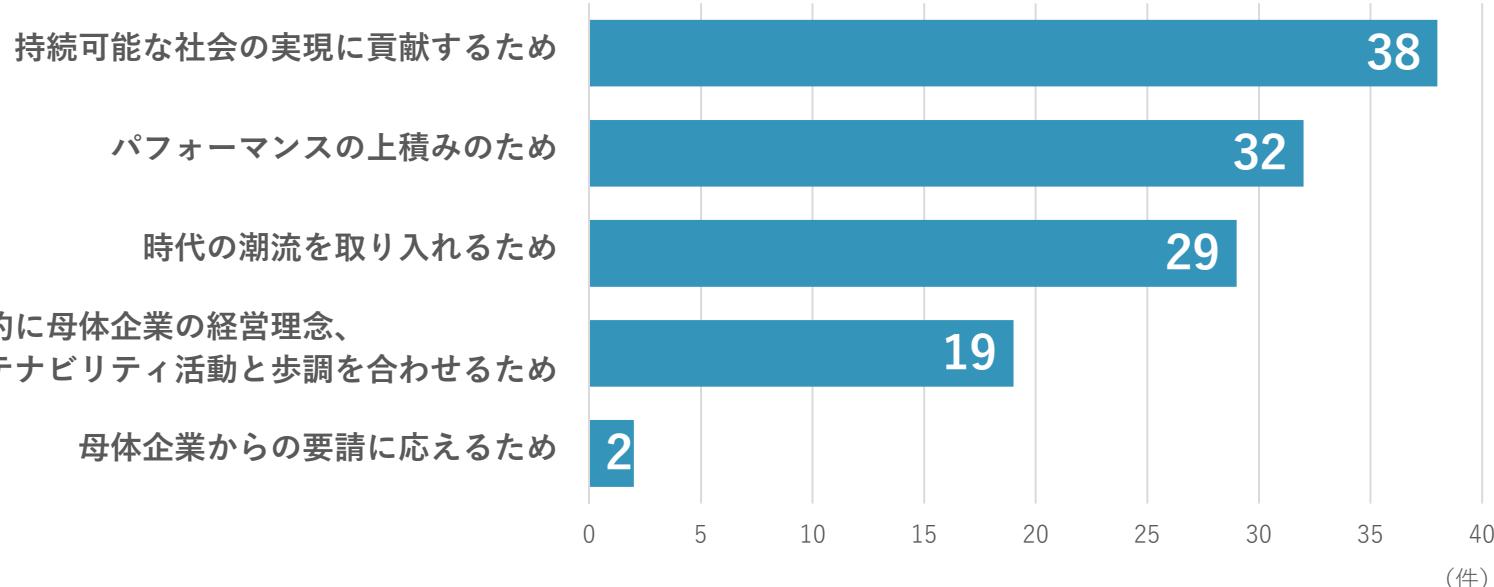
## ESG投資戦略の評価項目（MA）



「ESG投資を行っている」、「ESG投資を検討中」とお答えになった方を対象に、ESG投資戦略の評価を尋ねたところ、「投資哲学・運用手法」と「運用成績」が圧倒的に多い。「運用体制」や「社会的なインパクト」は、やや劣後した。「運用会社の国際的なイニシアティブへの参画状況」に関しては、評価項目としてほとんどあがっていない。このことは、ESG投資といえども、投資の成果に直結する項目が評価対象となることを意味している。つまり、Q7で示された「実践先行型」の裏付けと言えよう。

Q9

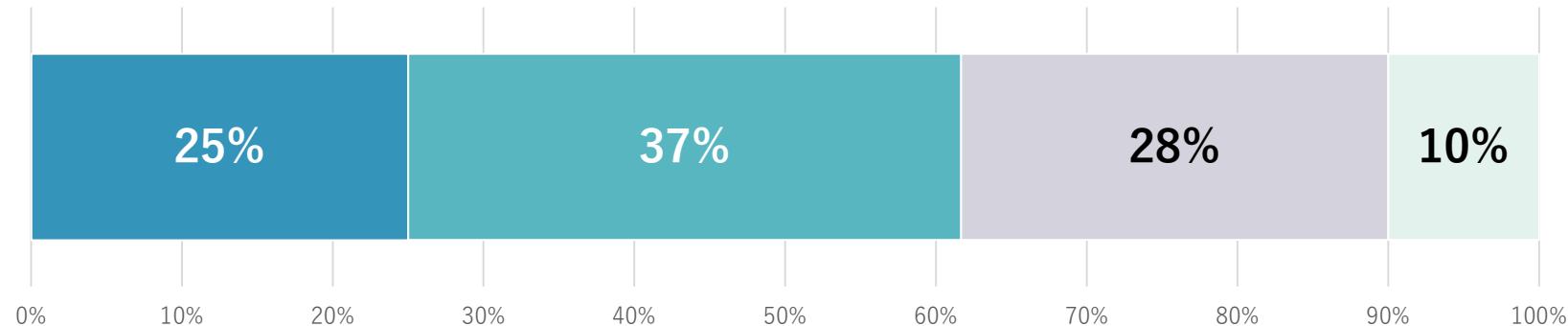
## ESG投資の目的 (MA)



「ESG投資を行っている」、「ESG投資を検討中」とお答えになった方を対象に、ESG投資の目的を尋ねたところ、「持続可能な社会の実現に貢献するため」が最多で、「パフォーマンスの上積みのため」、「時代の潮流を取り入れるため」が続いた。一方で「母体企業のサステナビリティ活動等に合わせる」との回答は少数にとどまった。この結果は、ESG投資の本来目的が周知されていることであり、基金としては母体企業の意向というよりも、加入者や受給者を第一に考える姿勢が表われている証左とも言える。

Q10

## ① ESG戦略を採用後のポートフォリオ・リスク変化



- ESG要素を考慮すればポートフォリオのリスクは低くなる
- ESG要素を考慮してもポートフォリオのリスクは変わらない
- ESGは中長期的な視点の戦略であるため、短期的なリスク水準にはこだわらない
- わからない

「ESG投資を行っている」、「ESG投資を検討中」と答えた方を対象に、ESG戦略を採用した際に、ポートフォリオのリスクはどのように変化すると考えますか?と尋ねてみたところ、ESG要素を考慮することが「リスク抑制」につながると考える投資家は25%にとどまった半面、「リスクは変わらない」、「短期のリスク水準にはこだわらない」の回答が目立った。すでに投資を行っている投資家と検討中の投資家の回答を比較すると、リスクに対する認識に差異が確認された（次頁参照）。

Q10

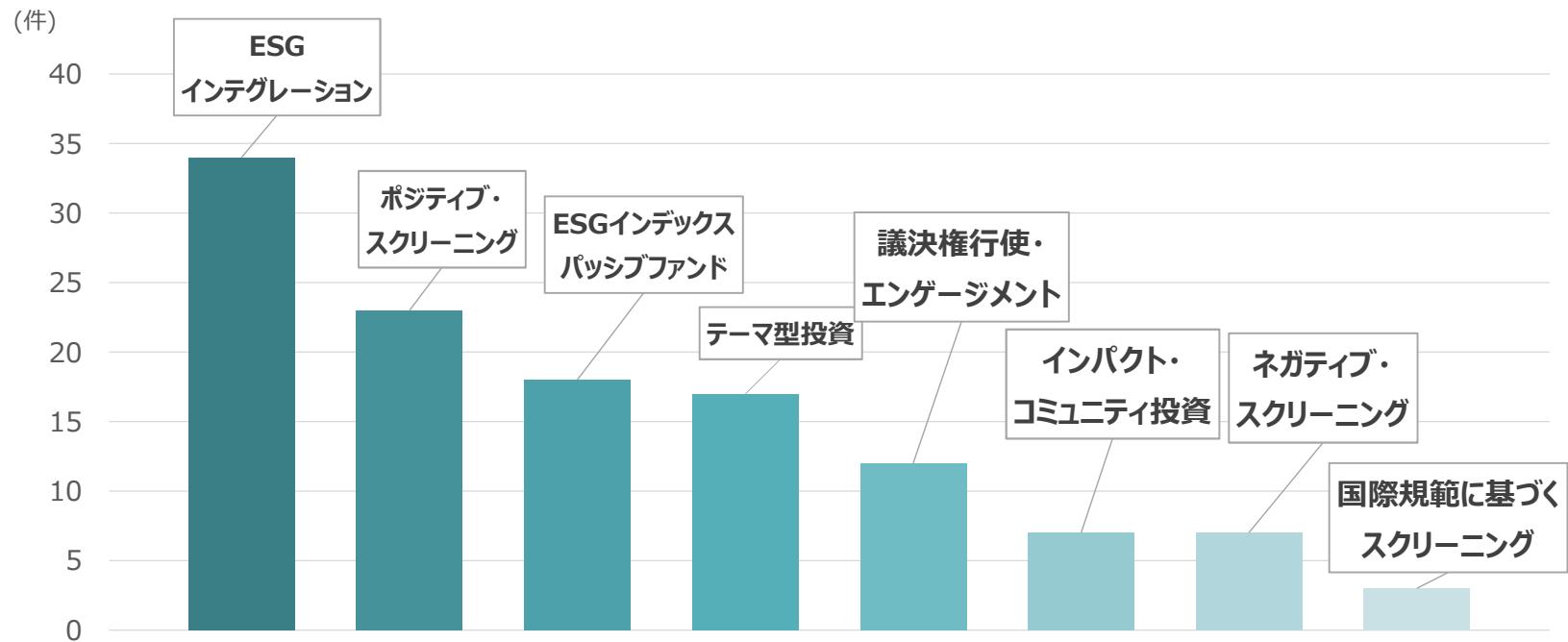
② ESG戦略を採用後のポートフォリオ・リスク変化  
(クロス集計)

		ESG投資リスク変化			
合計		ESG要素を考慮しても ポートフォリオの リスクは変わらない	ESG要素を考慮すれば ポートフォリオの リスクは低くなる	ESGは中長期的な視点 の戦略でもあるため、 短期的なリスク水準に はこだわらない	わからない
ESG投資を行っている	33	17	3	10	3
ESG投資を検討中	27	5	12	7	3
合計	60	22	15	17	6

全体としては、「リスクは変わらない」が22件と最も多い結果だったが、その多くは「ESG投資を行っている」のアセットオーナーが回答したもの（17件／33件）であった。「ESG投資を検討中」のアセットオーナーは「リスクは低くなる」と見ている傾向が高くなっている（12件／27件）。

Q11

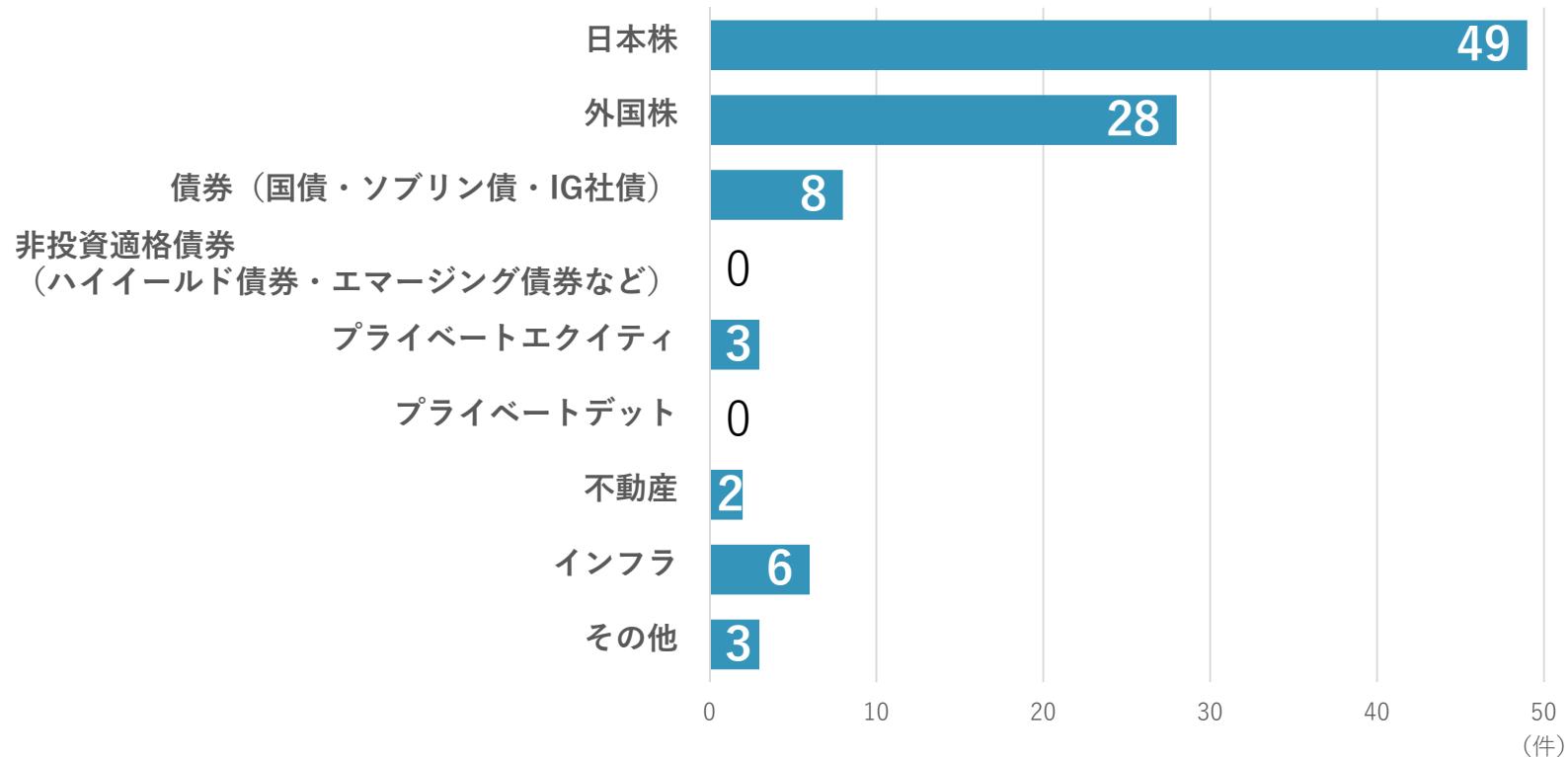
## ESG投資の手法（MA）



ESG投資として採用（または採用予定）している手法は、「ESGインテグレーション」が最も多く、「ポジティブ・スクリーニング」、「ESGインデックス・パッシブファンド」、「テーマ型投資」が続いている。その特徴としては、ESGが運用プロセスに内包されている手法と、積極的にESG投資を行う手法に大別されることが伺える。

Q12

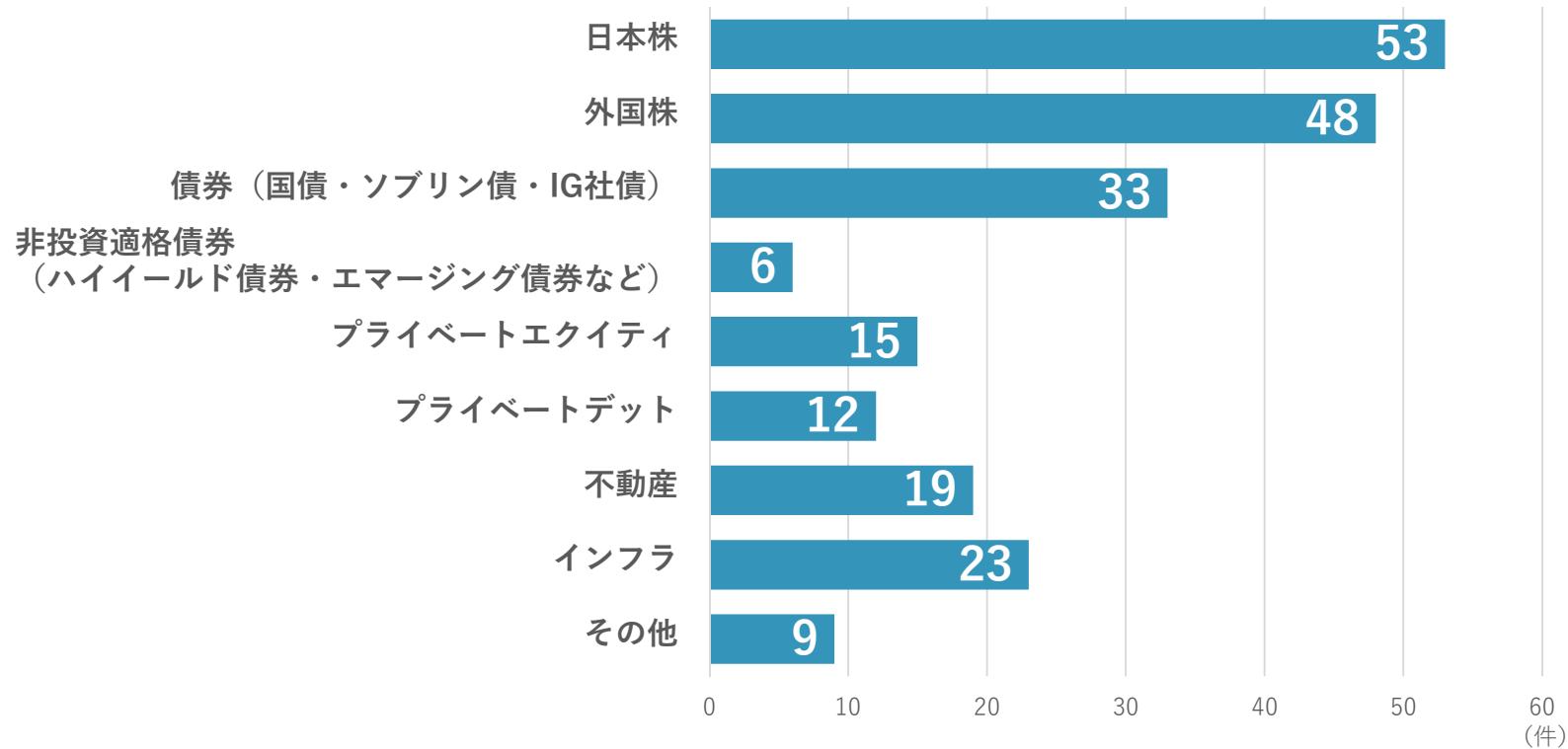
## ESG投資を行っている資産クラス（MA）



「ESG投資を行っている」、「ESG投資を検討中」と答えた方を対象に尋ねてみたところ、ESG投資を行っている資産クラスは、圧倒的に「日本株」が多く、次いで「外国株」となった。「債券」や「インフラ」等については、一部のアセットオーナーのみが手掛けている。債券やオルタナティブでもESG考慮の動きが見えるが、現状のアセットオーナーの投資行動は「ESG投資＝エクイティ投資」という構図が大勢を占めている。

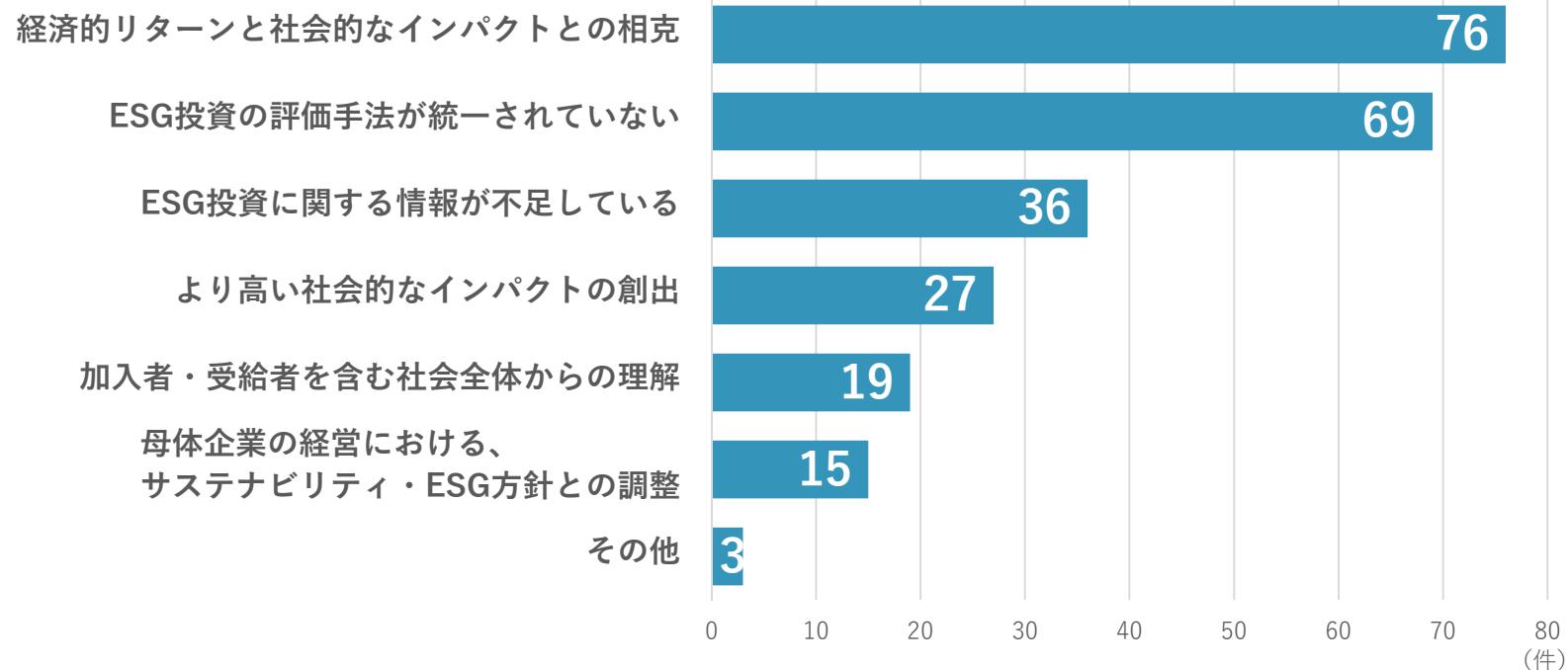
Q13

## 今後ESG投資を行いたい資産クラス（MA）



「今後どの資産クラスでESG投資を行いたいか」に関しては、国内外株式にとどまらず、債券やプライベートアセットなど多岐に及んでいる。プライベートアセットの中ではインフラや不動産の人気が高い。投資期間が長期であることや、特に「環境」への配慮が求められる投資対象資産であることが注目されているものと思われる。

Q14

ESG投資について課題だと感じることはどんなことですか?  
(MA)

ESG投資の課題として最も多いのが、「経済的リターンと社会的なインパクトとの相克」であった。ESG投資では、社会的インパクトと経済的リターンは両立する点がポイントとなるが、アセットオーナーはESG投資を実施しているか否かにかかわらず、その点についての不安要因が払拭できていないことを示している。また、「ESG投資の評価方法」も確立されていないとして、課題にあがっている。アセットオーナー全般的に、ESG投資の模索が続いている状況と言えよう。

# ESG投資の実態についてのまとめ

- ◆ アセットオーナーがESG投資を採用している（または採用予定である）割合は回答数の60%弱と過半数を超え、またその評価も高く、今後も増額か現状維持と答えている。
- ◆ ただし、諸手を挙げてESG投資を信頼しているというわけではないこともわかる。
- ◆ ESG投資に対する明確な方針を定めているアセットオーナーは少数であり、ESG投資の特性を獲得することを目的とする「実践先行型」となっている。
- ◆ 投資資産クラスでは国内外株がほとんどであり、ESG投資＝エクイティ投資にとどまっている。
- ◆ 投資していないアセットオーナーは「リターンへの確信が持てない」ことを理由に挙げる。アセットオーナーの模索は続いている。
- ◆ ESG投資の理念と実態がいかに整合的に收れんしていくか、そして投資成果の評価をどう確立するかなどが、今後ESG投資が拡大するカギと言えよう。

## PART 2

# 日本版スチュワードシップ・コードの 受け入れについて



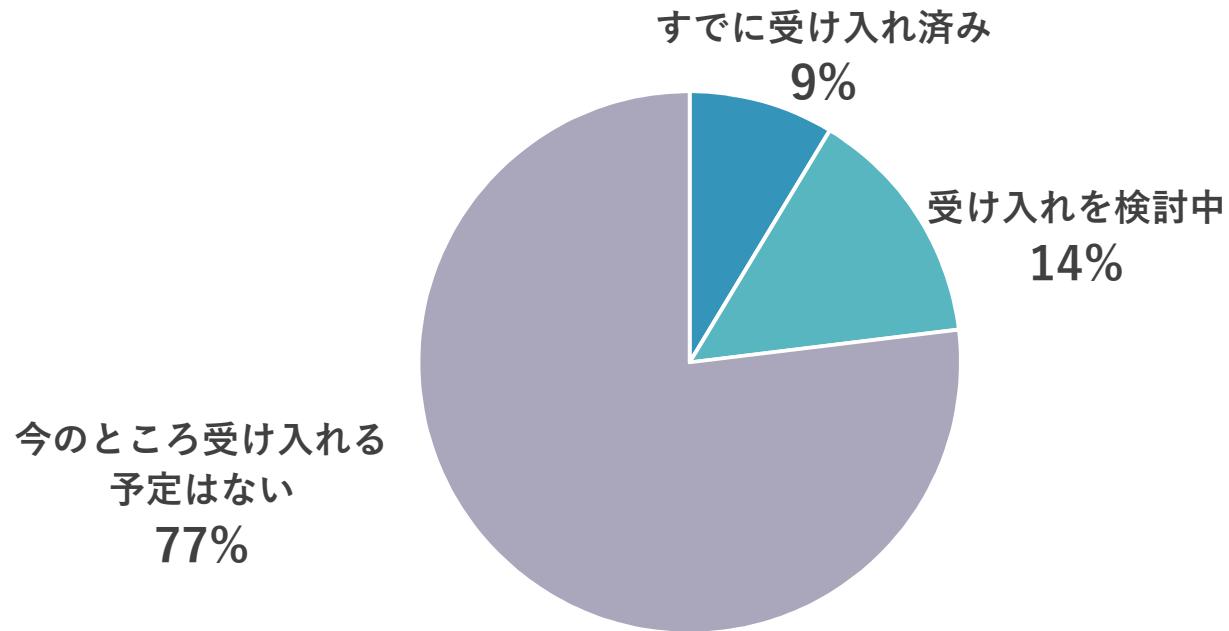
PART 2 では、ESG投資の根拠の一端である「日本版スチュワードシップ・コード」がアセットオーナーにどう見られているかを調査した。

2020年3月24日に2度目の改訂が行われた「日本版スチュワードシップ・コード」(SC)であるが、その目的に、「アセットオーナーには、スチュワードシップ責任を果たすまでの基本的な方針を示した上で、自ら、あるいは委託先である運用機関の行動を通じて、投資先企業の企業価値の向上に寄与することが期待される。」とある。

こうしたことが背景となって、年金基金のアセットオーナーにもSCの受け入れが徐々に広がりを見せている。とはいえ、現在の受け入れ状況は約40基金であり、その多くが金融機関に関係する年金基金で占められている状況である。今後、SCの受け入れが他の業種の年金基金にも広まっていくのかどうかを、現在の状況についての調査から推察することにした。

Q1

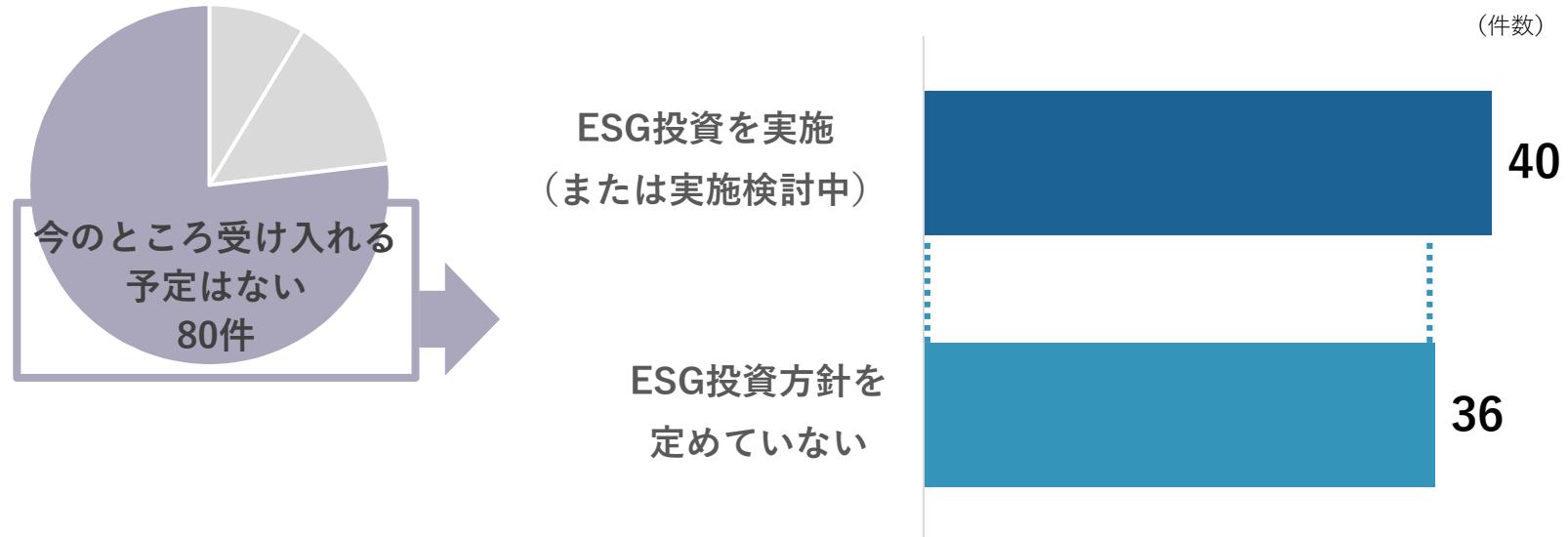
## 日本版スチュワードシップ・コードの受け入れ対応状況



104件のうち「すでに受け入れ済み」は9件（9%）、「受け入れを検討中」が15件（14%）にとどまっており、「受け入れる予定はない」が80件（77%）と大半を占める。これをスチュワードシップ受け入れを検討する段階にも至っていないと見るか、その必要性がないためと見るかは後述する。

Q2

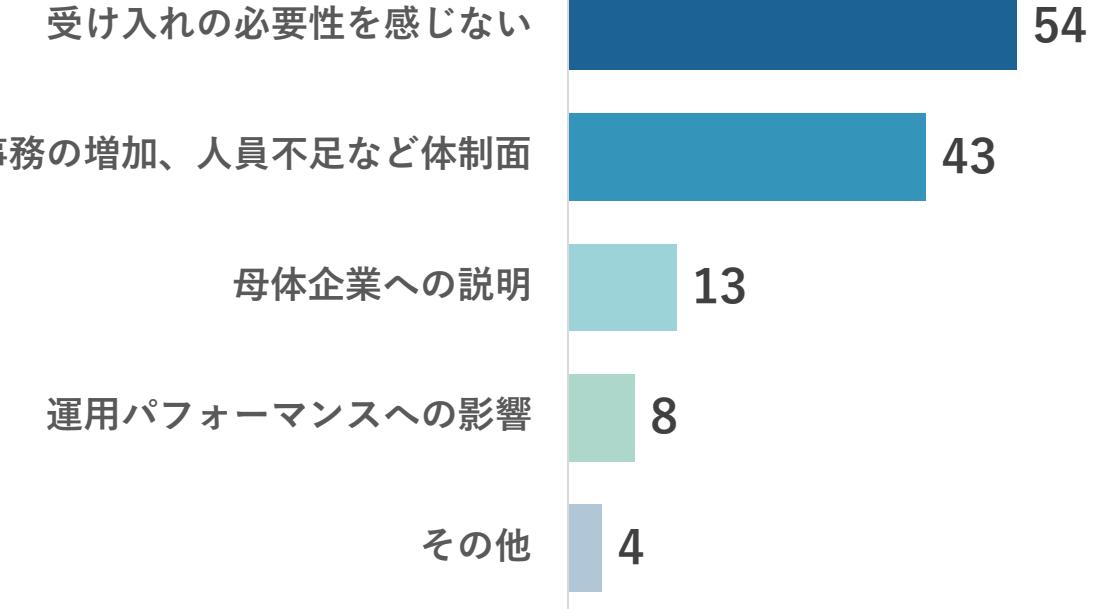
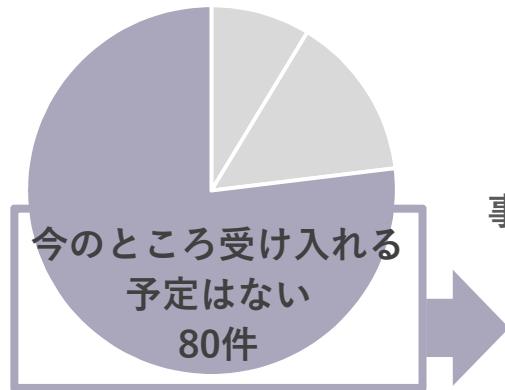
## SCとESG投資方針の関係



Q1より受け入れないが80件、そのうちESG投資を実施している先が40件（SC受け入れは20件）、とちょうど半数ある。そのうち、ESG投資方針を持たない先は36件（方針ありは4件）であった。つまり、SCを入れずにESG投資を実施しているアセットオーナーの大多数が、投資方針は持たないことを意味している。

Q3

## SC受け入れのハードル（MA）



「今のところ受け入れる予定はない」と答えた方に尋ねたところ、「受け入れの必要性を感じない」が最も多く、Q2のESG投資方針を定めていないことからくる部分も少なくないと思われる。

次に挙げられた「事務の増加、人員不足などの体制面」は受け入れない意志ということではなく、全般的に慢性的な人員不足に起因するもので、本質的なものではない。

Q4

## SCを受け入れる時期

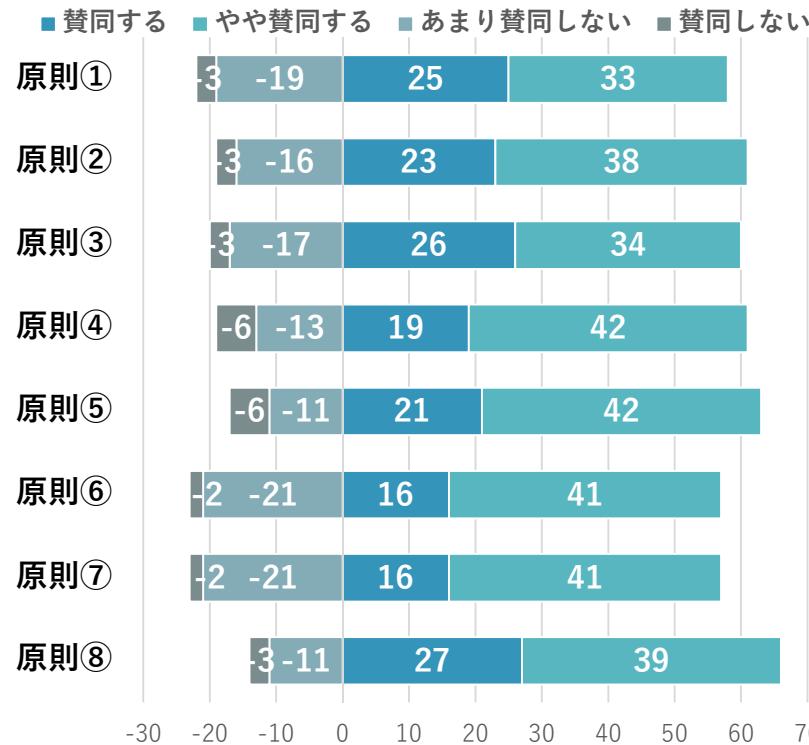


スチュワードシップ・コードの「受け入れを検討中」とするアセットオーナーであっても、ほとんどのアセットオーナー（13件、87%）が「時期について明確に決まっていない」との回答だった。これは、実質的に「受け入れる予定は未定」に近い回答と考えられ、Q1で「今のところ受け入れる予定はない」の80件と合わせると、93件が受け入れる予定はないことになり、全104件中の89%にも達している。アセットオーナー自身が積極的にSCを受け入れる要素を見い出すことはできない。

Q5

## SCが「責任ある機関投資家」として掲げている8つの原則

【受け入れる予定はない：80件】



機関投資家は、スチュワードシップ責任を果たすための明確な方針を策定し、これを公表すべきである。

機関投資家は、スチュワードシップ責任を果たす上で管理すべき利益相反について、明確な方針を策定し、これを公表すべきである。

機関投資家は、投資先企業の持続的成長に向けてスチュワードシップ責任を適切に果たすため、当該企業の状況を的確に把握すべきである。

機関投資家は、投資先企業との建設的な「目的を持った対話」を通じて、投資先企業と認識の共有を図るとともに、問題の改善に努めるべきである。

機関投資家は、議決権の行使と行使結果の公表について明確な方針を持つとともに、議決権行使の方針については、単に形式的な判断基準にとどまるのではなく、投資先企業の持続的成長に資するものとなるよう工夫すべきである。

機関投資家は、議決権の行使も含め、スチュワードシップ責任をどのように果たしているのかについて、原則として、顧客・受益者に対して定期的に報告を行なうべきである。

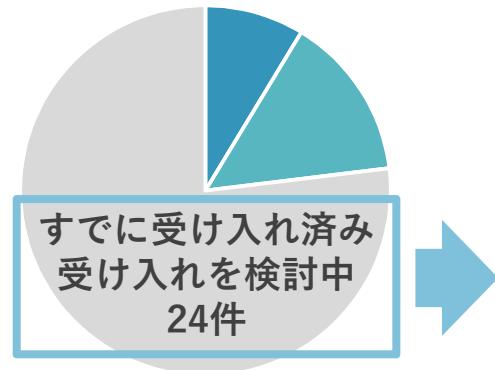
機関投資家は、投資先企業の持続的成長に資するよう、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解のほか運用戦略に応じたサステナビリティの考慮に基づき、当該企業との対話やスチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行なうための実力を備えるべきである。

機関投資家向けサービス提供者は、機関投資家がスチュワードシップ責任を果たすに当たり、適切にサービスを提供し、インベストメント・チェーン全体の機能向上に資するものとなるよう努めるべきである。

SCを受け入れる予定のないアセットオーナーであっても、「責任ある機関投資家」の8原則のそれに対して「賛同する」と「やや賛同する」との回答が多数派である。SCの受け入れまでには至らない投資家であっても、コードが掲げる理念には総じて賛成との反応が大勢である。このことから、今後、コード受け入れにまつわる情報提供や実務的なサポート次第では、コードの受け入れに乗り出す投資家が増える可能性もある。また、別の見方をすれば、アセットオーナー自ら受け入れなくても、運用会社や情報ベンダー等が当8原則に則った運営を要望しているとも解される。

Q6

## SCの受け入れや、受け入れを検討するに至った理由（MA）



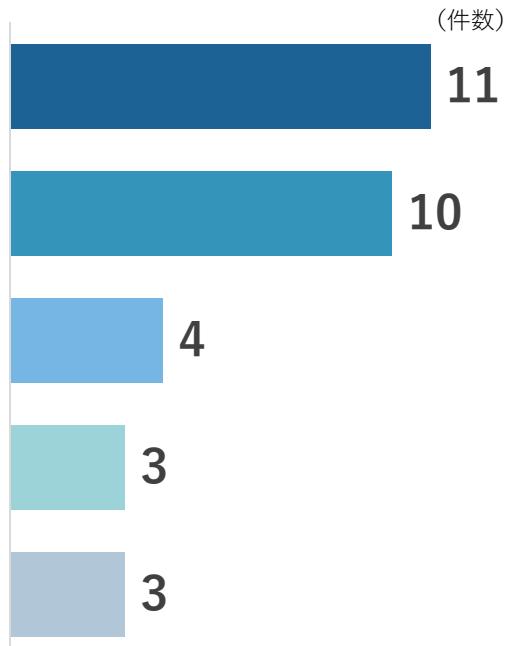
ESGやサステナビリティ投資の  
理念に共感したため

他基金（社）の動向を踏まえて

信託銀行や運用機関、  
コンサルタントからのすすめ

母体企業からの要請

その他



SCを「受け入れ済み」「検討中」と答えた方の理由は、「ESGやサステナビリティ投資の理念に共感したため」という回答が最多となったが、「他基金の状況」や「信託銀行・コンサルからのすすめ」といった外部からの影響も無視できないようである。

## 日本版スチュワードシップ・コードの 受け入れについてのまとめ

- ◆ SCの受け入れを行っていないアセットオーナーは大多数にのぼる。
- ◆ その理由は「受け入れの必要性を感じない」が最大の理由である。また、ESG投資を実施している（予定を含む）ものの、投資方針を持たないことに関係がありそうである。
- ◆ その一方で、SCが掲げる8つの原則自体には肯定的なアセットオーナーが過半数以上になり、SCの理念自体は概ね賛同を得られている。
- ◆ この見方としては、8つの原則を運用会社や情報提供会社に賛同してもらうという要望とも解釈することもできる。
- ◆ それに加えて、今後、アセットオーナーがSCを受け入れる可能性を示唆するものとも考えられる。