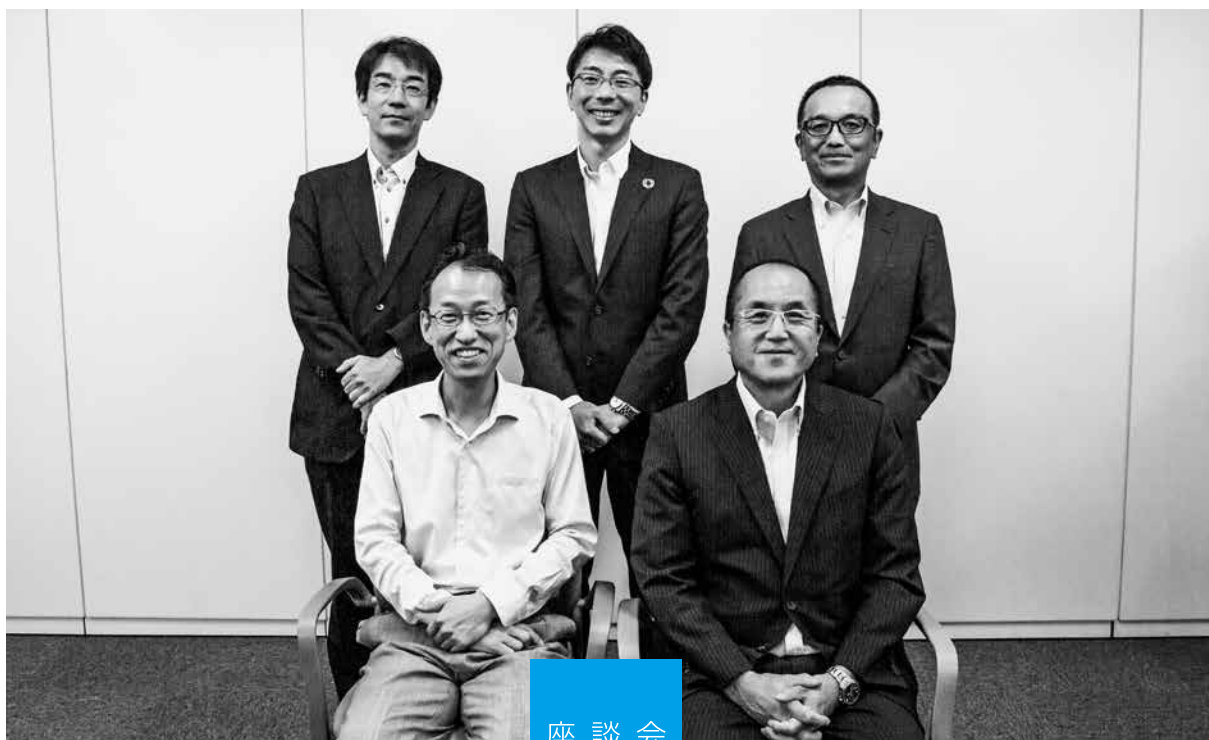


ESG投資の目的と パフォーマンス評価



座談会

ESG投資が世界的に広がっています。特に政府とGPIF(年金積立金管理運用独立行政法人)が国連の責任投資原則(PRI: Principles for Responsible Investment)に署名した以降、日本でもESG投資の機運が急速に高まっています。

ESG投資を受ける側である不動産証券化商品の組成や運用に関わる事業者にとって、アセットオーナーのESG投資への意向やアセットマネジャーの具体的投資方法等は重要な関心事です。

本座談会では、主として投資家の立場から、ESG投資の目的や可能性、そのパフォーマンス評価を巡る課題などについて議論しました。

座談会データ

日 時 : 2019年8月26日

場 所 : 不動産証券化協会 会議室

出席者

伊藤 武氏

アイシン企業年金基金
資産運用グループ
シニアインベストメントオフィサー

栗生 英之氏

三井住友信託銀行株式会社
年金運用部 次長

戸田 淳氏

プロロジス・リート・マネジメント株式会社
取締役CFO 財務企画部長

湯山 智教氏

東京大学公共政策大学院 特任教授

進行役

内藤 伸浩

一般社団法人不動産証券化協会 専務理事

まだ一枚岩ではない投資家

内藤 まず私から、この座談会を企画した背景をお話します。ARESは今年の3月に「SDGs推進方針」を策定しました。私たちはSDGs(Sustainable Development Goals)とESG投資を、目的と手段の関係にあると考えています。

そしてJリートをはじめとする不動産ファンドは、機関投資家からESG投資を受ける側です。どういう不動産に投資すべきか、あるいはどういう運用をすべきかをESGの視点からも考えると同時に、どういう情報開示が求められているかを理解する必要があります。そのためには投資家と事業者とが相互に理解を深めることが重要です。推進方針でも、情報開示と投資家との相互理解の推進をうたっています。

他方で昨年秋に実施した「ARES機関投資家の不動産投資に関するアンケート調査」によると、一般機関投資家は約半数、年金基金は2/3が、まだESG投資に興味がないと回答していました。今年も同様の調査をする予定であり、状況は変化しているとは思いますが、まだESG投資に対する投資家の姿勢は一枚岩ではありません。不動産投資運用事業者にとっては、対応が難しい局面にあるとも言えます。

アセットオーナー、アセットマネジャー、不動産投資運用事業者等、それぞれの立場と思惑が交錯するESG投資について、皆様と多角的に議論していきたいと思います。

ESG 投資は「第3世代」へ

内藤 まずは栗生様から、自己紹介も兼ねてアセットマネジャーとしてESG投資を具体的にどう行っているのか、また、それに関わる課題等についてお話しください。

栗生 私が所属する三井住友信託銀行は企業年金のお客さまから運用資産をお預かりして運用するアセットマネジャーとして、運用アドバイスや運用商品のご提案を行っています。

ESG投資については、弊社グループは2003年に企業年金向けとしては日本初の責任投資ファンド(SRIファンド)を提供し、その後2006年にPRIに署名し、2014年に日本版スチュワードシップ・コード(日本版SSC)を受け入れ、2015年にはESGインテグレーションを導入しました。

ARESのアンケート調査結果でも、企業年金のESG投資への関心の低さが如実に現れていましたが、2003年からサステナビリティ投資・ESG投資に関する取組みをすすめている弊社としても盛り上がり欠く状況が長らく続いていたのを実感しています。企業年金はESGを考慮することがリターンに結びつくのかという疑問を長らくお持ちだったと認識しています。これは、企業のCSR活動は本業を犠牲にして行う慈善活動という受け止められ方があり、CSRへの取組みが企業価値の向上につながるという考え方が拡がらなかったためと考えられます。両者の橋渡し役であるわれわれとしても、そのギャップを埋め切れませんでした。足元では、PRIの策定以降ESG投資が普及し、足元では資産運用のみならず保険、銀行等、金融業界全般にESG投資の考え方、サステナブル金融が定着するなかで、金融業界の盛り上がり企業年金の冷静さに依然温度差があると感じています。ただ、日本版SSCの公表やSDGsの採択を契機に、徐々に企業年金の関心が高まっているという印象を受けています。毎年、弊社は春と秋に資産運用セミナーを東京、大阪、名古屋、福岡で実施していますが、特に今年5月のセミナーでは各会場でESG投資に関する運用手法、運用商品への関心の高まりが感じられました。

国内のESG投資市場規模については、2017年から2018年にかけて100兆円近く市場規模が拡大しています。ただ、これまでのESG投資は、言わば「自



栗生 英之氏

三井住友信託銀行株式会社
年金運用部 次長

PROFILE

くりう ひでゆき

1999年東京工業大学大学院社会理工学研究科修了。同年、三井住友信託銀行(株)(旧住友信託銀行(株))に入社。2000年6月より年金運用部にて企業年金に係る資産運用コンサルティングならびに運用商品提案に従事し、現在に至る。

己申告制」という側面もあるように感じており、ESG投資が急増した背景には、アセットオーナーの資金がESG投資を通じて新規に入ってきたというよりは、従来から行っている運用が実はESG投資であると気付いたということもあるように感じています。

ESG投資の投資手法については、The Global Sustainable Investment Alliance (GSIA) が7つの類型を定義しています。複数の手法を組み合わせで運用するケースもあると思いますが、2018年時点、グローバルで最も投資残高が大きいのが、「ネガティブ・スクリーニング」です。これは、倫理的でないと思われる業界に属する企業を投資先から除外する手法で、社会的責任投資 (SRI) の起源といわれています。従来の運用手法である財務情報に加えてESG情報を含めて分析する手法である「ESGインテグレーション」については足元で急速に普及していま

す。そして、「エンゲージメント」や「議決権行使」についても、普及しています。日本版SSCの影響でアセットオーナーの関心が高まっていることが背景にあります。

2016年と2018年の投資残高を比較しますと、「ESGインテグレーション」が急速に伸びていますが、これは先ほど申し上げた、ESG投資の「自己申告制」という側面に因るところが大きいと思います。ただし、弊社が提供している国内株式のアクティブファンド、国内債券のアクティブファンドの事業債部分等はアセットマネジャーとしてはESG投資という認識ですが、採用いただいているアセットオーナーはESG投資と認識していないケースもあります。今後われわれとしても啓蒙活動を通じて認識のギャップを徐々に埋めていきたいと考えています。

今後、われわれが注目しているのは「サステナブルテーマ投資」、「インパクト投資」です。まだ残高は少ないのですが、特定の社会問題や環境問題の解決にフォーカスする投資手法ですので、何らかの意図を持ったアセットオーナーの資金が入っていく可能性があるのではないかと考えています。PRIの策定以前から、環境や社会への配慮から始まり、CSRとSRIの関係に発展した時期を「第1世代」とすれば、そこから経済的なリターンの確保に着目し、インテグレーションを行いながら「a」の追求や市場全体のリターンの底上げを図る時期を「第2世代」、インパクト投資を「第3世代」とすることができ、今は第2世代と第3世代の端境期にあると思っています。今後は、経済的リターンと社会的リターンの両立が重要になり、社会的リターンの見える化を進めることで、第3世代の投資手法もより広がっていくと思います。ただし、第3世代は投資テーマを絞るので、アセットオーナーにとっては手触り感がある一方で、取り組むハードルは若干高いかと思っています。

内藤 いまご説明いただいた投資手法の分類の中で、私には「ESGインテグレーション」だけは、他とは少し次元が違うという印象を持っています。「ESGインテグレーション」は、財務情報とESG情

報を含む非財務情報を総合的に評価する中で、実は「ネガティブ・スクリーニング」の要素を包含しているように感じます。

栗生 「ESG インテグレーション」はもともと割安株投資や成長株投資など財務情報分析にもとづく既存の「 α 」創出エンジンがあって、それを補強するためにESG要素を加味するアプローチです。ESG要素のみで投資対象をスクリーニングする「ネガティブ・スクリーニング」などの他のESG投資手法とは次元が異なるという点をご指摘のとおりだと思います。なお、「ESG インテグレーション」を行うファンドのなかには、「ネガティブ・スクリーニング」のプロセスを組み入れている場合もあります。

内藤 「ネガティブ・スクリーニング」はESGパフォーマンス評価だけで白黒を決めるのに対して、「ESG インテグレーション」は財務要素とESG要素とを総合勘案するので、ESGパフォーマンス評価が低いからといって、それだけで投資対象から除外されるわけではないということですね。

では企業のESGの取組みを評価(スコア化)する方法について教えてください。外部機関の評価を利用していますか、それとも社内で評価しているのでしょうか。

栗生 運用戦略としては「ESG インデックス運用」と「ESG インテグレーション運用」があり、これらを幅広いアセットオーナーのお客さまニーズに合わせて提供しています。「ESG インデックス運用」では、MSCIのESG指数に連動する株式のパッシブ運用を、日本、先進国、新興国の三つの地域について提供しています。弊社の役割は、MSCIのESG指数を複製することですので、銘柄選定は全てMSCIの評価に則った形になります。一方、「ESG インテグレーション運用」は社内で評価しています。具体的には、弊社の株式アナリストとスチュワードシップ活動を推進するセクションであるスチュワードシップ推進部が協働して、投資先企業の経営陣との建設的な対話(エンゲージメント)を通じて得た情報を基にスコアリングを行い、ファンドマネージャーに還元し

ています。経営姿勢や技術ノウハウについては、やはり業界および企業を熟知しているアナリストが分析した方が投資判断に資する情報が得られると考えています。

内藤 湯山先生は各企業のESGパフォーマンス評価をどうお考えになっていますか。

湯山 栗生様もご指摘のように、一般にESG投資と呼ばれているものは、ESG達成自体が目的ではなく、あくまでもESG要素を考慮した投資手法だという理解は重要だと思います。つまり、ESG投資とされるもののうち、「インパクト投資」は経済的リターンとともに、社会的リターンの達成も求められるようですが、「ポジティブ・スクリーニング」などの手法の最大の目的は、やはり経済的リターンの達成であり、これらの手法を使うからESG投資といっているわけです。

これについてESGパフォーマンス評価の観点から考えると、そのESG評価が難しいから、ESGを考慮した手法を使うものをESG投資とみなしているともいえるのかと思います。例えば社会面やガバナンスで優れた会社の定義が何かで長く議論があるように、どのESGパフォーマンス評価が正しいのかわかりにくいわけです。

ESGパフォーマンス評価については、FTSE、MSCI、ブルームバーグなどの評価会社がESGスコアを提供していますが、これらのスコアには課題も多い一方で、無いと困る存在だともいえます。現にこうしたベンチマークやスコア指標が無くて困っているのはベンチャー投資だと思います。ただ、各評価会社間でメソドロジーが大きく異なるため、各スコアの特徴を理解したうえで活用することが重要だと考えます。例えば、ブルームバーグのESGスコアはディスクロージャー指標で、ESGに関する情報開示の量に応じて自動的にスコアが決まる仕組みですが、アナリストが企業のESGパフォーマンスを評価している会社もあります。だから、GPIFも指摘するように、FTSEとMSCIのESGスコアは、ほとんど相関がありません。社債の信用格付けはデフォルト



湯山 智教氏

東京大学公共政策大学院 特任教授

PROFILE

ゆやま ともりのり

早稲田大学大学院修了、博士(商学)。慶應義塾大学大学院修了、修士(政策メディア)。1997年(株)三菱総合研究所、2001年金融庁に入庁後、監督局、証券監視委事務局、日本銀行(金融市場局)、米国財務省通貨監督局等を経て2017年より現職。最近の著書等に『金融資本市場のフロンティア』(共編著、中央経済社、2019年)、『ESG投資のパフォーマンス評価を巡る現状と課題』(資本市場リサーチ、2019年冬季第50号、みずほ証券)等。

確率により実績による検証が可能なのでおかしなスコアは淘汰されることができそうですが、ESGスコアでは難しいです。

ESG 投資に期待されるパフォーマンス

内藤 続いて、ESG投資に期待される運用パフォーマンスについて、実証研究の結果も含めてお話しください。

湯山 これまでの内外の既存研究をみると、ESG投資によりポジティブなパフォーマンスが生じるという考え方の背景には、3つくらいあると考えられます。1つ目は、スクリーニングの過程でESGに積極的に関与する企業が選別され、結果的に高いマ

ネジメント能力をもつ会社のスクリーニングにつながり、高い投資パフォーマンスにつながるという考え方。2つ目は、ESGを考慮する企業への投資は、将来の収益向上をもたらし、長期的な企業価値を高めることにつながり、それが高い投資パフォーマンスにつながるという考え方。3つ目は、ESGを考慮する企業は、環境、社会およびガバナンスの観点からリスクが低下するため、資本コスト(リスクプレミアム)が低下する。これにより、将来キャッシュフローを割引率(資本コスト)で割り引いて企業価値を評価するDCF法で評価する際に、分母である割引率も低下することから、企業価値が向上し、もって投資リターンも向上するという考え方です。

他方、ESG投資はマイナスのパフォーマンスをもたらしかねないという考え方もあります。これは、「ダイベストメント」等でスクリーニングを行うと、十分に分散投資ができず、現代ポートフォリオ理論の観点から非システムティック・リスクが十分に低減しないという考え方です。イメージとしては、「ダイベストメント」で、石炭採掘企業など環境負荷の高い事業を行う会社を除くと、一見、リターンにプラスに働きそうですが、逆に分散効果が働かずにリスクが上がるため、リスク・リターンの観点から長期的に見るとあまりよくないということです。加えて、スクリーニングの際の銘柄選択等のためのコスト負担も低いパフォーマンスにつながる可能性があります。ESGスコアの購入費用や、ESG分析を行うアナリストを雇う際にもコストが発生しますよね。

結局のところ、プラスともマイナスともどちらとも言いがたいというのがおそらく現状の大方の評価で、これは、ノーベル経済学賞をとった米シカゴ大学のユージン・ファーマ氏の効率的市場仮説という伝統的なファイナンス理論を基にしています。効率的市場仮説には3つの考え方があります。1つ目はウィークフォームで、基本的には過去データから将来の株価を予測することは不可能であるという考え方で、これは多くの専門家が肯定しています。2つ目はセミストロングフォームで、全ての公開情報は

瞬時に株価に反映されてしまうため、結果的に超過収益を生むことはできないという考え方で、専門家の間でも議論があるところです。3つ目がストロングフォームで、これは非公開情報も含めてすべてが現在価格に反映されているという考え方で、これは専門家にも否定されています。よって、議論の中心になるのはセミストロングフォームですが、これに基づけばESGに着目してもすぐに価格に反映されるため、長期的にはインデックスを上回るリターンを上げ続けることはできない、つまりインデックス投資が一番いいということになります。これに対し、米イェール大学のロバート・シラー氏は、同じく2013年にノーベル経済学賞をとりましたが、行動経済学の観点からアノマリーが存在すると指摘しています。アノマリーとしては、小型株効果、バリュー株効果等があり、バフェット氏の投資もこれに該当すると思います。同じような投資の考え方で、ファーマ氏の主張する効率的市場仮説は継続的な「 α 」の獲得を否定しているのに対し、シラー氏の主張する行動経済学はアノマリーの存在を基に「 α 」の獲得を肯定しています。

一方、ESG投資に関しては、「 α 」の獲得を目指すものではなく市場ポートフォリオ全体の収益率の向上、いわゆる「 β 」の向上を目指すものだという考え方が浸透しつつあると思います。最近、GPIFなど、これを根拠にESG投資に取り組む機関投資家も多いと思います。

内藤 「 β 」の向上」という考え方は、個人的には最もしっくり来るのですが、「ESG投資が広がらなかった場合」という仮定と比べて向上するという主張なので、実証することは不可能だと思います。実際にアセットマネジャーとしてESG投資商品やファンドを作る際、投資家への説明はどのように行っているのでしょうか。

栗生 TOPIXをインデックスとした通常のパッシブ運用においても、投資対象企業にエンゲージメントを行い、市場全体の底上げをはかることを目指しています。ただ、やはり効果の検証は難しく、結

局のところ、投資先企業へのエンゲージメント活動を通じてインベストメントチェーンが回転し続けることが結果的に市場全体の底上げにつながる、という考えに行き着くと思います。一方、「ESGインテグレーション」については、「 α 」獲得を目指すアプローチであることから、効果の検証が求められると思います。ただ、実際には財務分析の効果とESG要素を考慮する効果の仕分けが難しく、また四半期の運用報告ごとに効果を求められると難しい面もありますので、適切な検証スパンについてアセットオーナーとコンセンサスを築くことが重要になってくると思います。

内藤 特定のESG指数に対するパッシブ運用をスマート β 運用に近いものと捉える動きもあるようですが。

栗生 確かに、そのような捉え方もできます。スマート β はアノマリーに着目することで中長期的には「 α 」が獲得できるという発想です。ESG要素についても、将来的に株価形成要素としてアノマリーが期待できるという整理はできます。ただ、当然ながら「 β 」の向上」とは一線を画する捉え方といえます。

内藤 他方で、「 β 」の向上」にはフリーライドが可能ですね。ESG投資をしない投資戦略を取った方が、余計なコストを負担しないで、その利益を享受できてしまう。

湯山 フリーライダーの議論については、インデックス運用に誰も勝てないなら何もしないほうがいいのではないかと、スチュワードシップ活動や議決権行使は手間がかかるのでESG投資についてもインデックス運用がベストではないか、という議論で、海外の年金基金でもそういう考え方は多いと思います。

栗生 企業年金のお客さまから、自身が日本版SSCの受入表明をしなくても、アセットマネジャーは確り対応するのであろうから、受入表明をしなくてもいいのではないかとのご意見をお寄せいただくことはあります。

内藤 GPIF等によってTOPIXがESGインテグレーションになっていけば、それについていくだけでいいということですね。

栗生 インベストメントチェーンとの関連で申し上げますと、投資される企業はSDGsを経営目標に掲げて課題にチャレンジしているわけですから、それを投資家に評価してもらいたいという欲求はあると思います。足元で企業年金のお客さまの関心が高まっている背景には、母体企業の経営陣からインベストメントチェーンの一員として参画していこうという声が年金側に伝えられるケースが増えていると思います。日本版SSCの受入表明に関わらず効果は一緒かもしれませんが、積極的にしっかり輪に入るかどうかは意外と企業によって差があります。

内藤 アイシン企業年金基金として日本版SSCを受け入れていますか。

伊藤 現在、スチュワードシップ活動に限定せずESG活動を含めて取り組んでいるところです。なお、日本株式に限定することなく、グローバル債券、株式、オルタナティブ投資に至る全てのアセットクラスを対象としています。まず、グローバル株式のスチュワードシップ活動・ESG活動から取り掛かり、現在は、限られたリソースのもとで、ESG活動をすべてのアセットクラスに拡げているところです。

内藤 日本プロロジスリートはいかがでしょう。

戸田 一般論として、Jリート業界で日本版SSCの受入表明をするプラクティスはまだ広まっていないという認識です。

ESG投資と受託者責任 (fiduciary duty) の関係

内藤 これまでの議論も踏まえて、アセットオーナーの立場から伊藤様お願いします。

伊藤 ESG投資に対する取組みに関しては、アセットオーナーの方々には、体制・リソースや環境等を踏まえた対応をされているのではないのでしょうか。

ただ、ESG投資について、投資手法、投資意義、

受託者責任との関係が上手く認識されていない部分もあると思います。ESG投資のなかでも「ESGインテグレーション」は経済的リターンを損なうことなく、且つ、投資判断材料の一つとしてESG項目を考慮するという点において従来の投資プロセスの延長線上にあることから、取組みやすさがあると思います。この辺りが認知されると、より普及するのではないのでしょうか。明確な定義がないため、運用会社の中には従来の投資プロセスの中にESG項目を取り入れていけば、「ESG投資をしている」と柔軟性をもった説明をされるケースもあります。先ほど栗生様のご説明にもありましたが、「自己申告制」の側面もあると感じます。

企業は経営課題としてSDGs・ESGへの取組みを重要視していると思います。それ故、年金基金のESGに対する意識も高いのではないかと思います。

内藤 御基金は確定給付企業年金ですね。この場合、母体企業も重要なステークホルダーという理解でよいでしょうか。

伊藤 おっしゃるとおりです。法律上、加入者・受給者の利益を第一に考えますが、母体企業は年金制度を運営していくうえで重要な役割を果たしていることを理解することも大切だと思います。と言いますのも、母体企業には積立不足の際には掛金拠出義務がありますし、年金基金の運用結果が母体企業の財務諸表に反映されることになるからです。このため、母体企業とコミュニケーションを図りながら運営していくことは大切であると思います。

内藤 ESG投資は、これまでの資本主義の短期志向に対する反省という側面もあると思います。中長期的リターンの向上を重要視する一方で、実際には短期的なリターンも無視できないと思います。アセットマネジャーとしては、アセットオーナーとどのようにコンセンサスを取っていこうとお考えですか。

栗生 「エンゲージメント」も「議決権行使」も目に見える効果がすぐに出るとは限りませんので、非常に難しい問題です。何がどのように将来の企業価値に結びつくかが明らかになるには、ある程度時間

を要すると思います。そこには、企業側の意思と投資側の評価する物差しが必要になります。

ただ、現在の資産運用業界において確立した ESG 情報の評価方法はありますが、近年、財務情報だけでなく将来の財務情報につながるプレ財務情報を企業価値評価において加味することがスタンダードになりつつあります。つまり、従来の財務情報のみに基づく企業価値評価では企業の持続的な成長を過小または過大評価している可能性があるということです。受託者責任との関係でも、リターンを毀損する行為であればやらないほうがいいという風潮から、足元では、ESG 情報を考慮すること自体がパフォーマンスを下げることはない、という考えが少しずつ定着しつつあると感じます。将来的に、社会問題や環境問題の解決に資する新しい価値が生み出されれば企業価値は上がるはずですし、規制強化等の流れに敏感に対応できる企業はサステナブルですが、変化に飲み込まれる企業はそうではないので、プレ財務情報を加味することがダウンサイドリスクの抑制とアップサイドリスクの追求につながるだろうという考え方が定着してきたのだと思います。その実証はこれから時間をかけて行うところですが、実証のためには参画しないと評価できないというのが今のアセットマネジャー側の理解であり、これがアセットオーナーにも少しずつ広まってきていると思います。

内藤 ESG 投資と受託者責任との関係については、どのようにお考えですか。確定給付企業年金法第69条では、「第三者の利益を図る目的をもって、資産管理運用契約を締結すること」や「積立金の運用に関し特定の方法を指図すること」が禁止されています。

伊藤 欧米では様々な議論を経て、現在は米国・英国共に、投資判断にあたり ESG 要素を考慮することについては受託者責任に反しないと整理されています。日本の場合、各種ガイドライン等の変更による後押しがあり、ESG 要素を考慮することは問題ないという整理に落ち着いてきたと思います。確定



伊藤 武氏

アイシン企業年金基金
資産運用グループ
シニアインベストメントオフィサー

PROFILE

いとう たけし

1991年早稲田大学政治経済学部卒業。同年野村投資顧問(株)(現在、野村アセット・マネジメント(株))に入社。海外の経済・金利・為替の調査・分析、アセットアロケーション、リスク管理全般の業務に携わる。1998年、アイシン精機(株)に入社と同時に年金基金へ出向し現在に至る。年金基金では、シニア・インベストメント・オフィサーとして、投資政策・政策アセットミックスの策定、マネージャストラクチャー、運用機関の選定、パフォーマンス評価、モニタリング全般を担当する。CFA協会認定証券アナリスト、日本証券アナリスト協会認定アナリスト、国際公認投資アナリストを取得。

給付企業年金の受託者責任については、善管注意義務と忠実義務が一番重要で、特に忠実義務は加入者利益のために忠実に職務を遂行するということです。リターンにネガティブになるような運用を行うことは望ましくないと考えています。

当基金では、昨年度、長期的リターン向上とリスク抑制の観点から、年金資産の運用管理において「ESGに配慮する」という考え方を明確にしました。その際、受託者責任の観点からも、一定の意思決定プロセスを経て決定することが重要と考え、基金の意思決定機関である代議員会に諮りました。このように、投資理念・哲学として規程も含めて整理し、今年4月から ESG への取組みを開始した次第です。

昨今、年金基金において、PE、プライベートデット、不動産、インフラ等、流動性の低い資産への投資比率が高まりつつある傾向にあります。そのようなプライベートアセットへの投資は、長期保有が前提であること、株主が少なくエンゲージメントが取りやすいこと等に鑑みると、ESG投資との親和性が高いと思います。また、不動産の場合は、ESGとキャッシュフローの関係が比較的是っきりしており、効果も比較的早く現れやすいと思います。

ESG投資の視点から見た不動産やJリートの特徴や論点

内藤 今度は戸田様から、Jリート運用会社の視点をお願いします。

戸田 不動産事業を営む立場として、持続可能な社会の構築やSDGs等の達成に係る責任は重いと思いますので、方法論が解明できればきちんと積極的に取り組むべきだと思っています。実際に、持続可能な社会の構築について、不動産業界が非常に大きな比重を占めているという問題意識は、5～6年前から不動産業界とJリート業界に広まっています。GRESBが2009年に設立され、全世界・全産業の二酸化炭素排出量の約4割を直接的または間接的に不動産業が排出していると言われるようになった中で、不動産事業に関わる者がどのような問題意識を持つかが地球の将来に影響を及ぼすという形で、各社の意識が高まったことが背景にあります。ただし、このような意識の高まりが見られる一方、実際にどのように取り組むかどうかは各社様々です。

ESGへの取組みで重要な要素を3つ挙げるとすれば、①不動産ファンドの経営がESGに取り組むつつ投資家に期待されるリターンを出しているか、②それを開示によりきちんと表現できているか、そして③それを外部の評価機関とうまくコミュニケーションできているか、だと思います。特に、③については、グローバルな評価機関は英語でアプローチしてくるため、Jリート運用会社としても相当程度の

英語力が必要となります。

内藤 わかりました。Jリート運用会社としてESGへの取組みを行う上でのプラス面・マイナス面について、教えて下さい。

戸田 プラス面について言えば、Jリート運用会社各社は、先ほどからお話に出ている、ESGで「α」を上げることはできないという考え方はあまりしていないと思います。ESGに真剣に取り組むことにより、短期的にも投資口価格を上げることができるようになるだろう、長期的にはそういう発行体が増えれば社会にポジティブな影響を与えることができると各社は信じていると思います。

実務的には、不動産事業の場合“E”の社会的インパクトが大きいので、各社とも保有物件の環境性能の向上に一番注力しているのが実情だと思います。環境性能を測る物差しとしては、エネルギー使用量、電気使用量、二酸化炭素排出量、水使用量、廃棄物排出量などのKPIがありますが、Jリート各社のホームページを拝見する限り、それらをより積極的に開示し、投資家と評価機関がモニタリングできる体制を整えてきているのが最近の潮流だと思います。

最近、海外の機関投資家との個々のIRミーティングにおいて、ESGにどう取り組んでいるのか、具体的なKPIをどう設定しているのかということ聞かれる場面が増えていきます。また、ESGへの問題意識の高い機関投資家から定期的にヒアリングを受けることもあります。また、ブルームバーグやMSCIが掲げているESG評価項目について、Jリートのホームページ上での開示情報をもとに進捗状況についてかなり真剣な議論を交わす場面も出てきています。そうした旺盛なESG関連の投資家の意識の高まりにより、各社とも真剣に取り組まざるを得ない状況になっているのが現状だと思います。

マイナス面は、発行体側に追加のコストが発生する可能性が高いことです。例えば、築何十年ものビルを買ってその環境性能を上げていくためには、様々な設備投資が必要になります。当然新しい設備

を導入するにはお金がかかるので、直接的に収益性にマイナスの影響を与える可能性がある点が非常に悩ましいと思われます。どのJリートも分配金を成長させることを目標にしているので、分配金を伸ばしながら環境性能向上のための本格的な設備投資をすることができるのかという点は、Jリート各社の経営陣が悩んでいるところなのではないかと思います。

他方、最近では東京都等の主導によりグリーンリースという考え方が生まれています。それは、ESGへの取組みに係るコストや負担をテナントとビルオーナーが折半するような考え方です。例えば、LEDを導入して電気使用量が減れば電気代が安くなるので、LED導入コスト分を賃料に上乗せする代わりに、電気代節約の経済的なアップサイドの恩恵をビルオーナーとテナントが分け合って、win-winの関係を築ける仕組みが考えられます。

私達が運用する日本プロロジスリート投資法人およびスポンサーのプロロジスにおいては、今後リース契約の雛形にグリーンリース条項を盛り込み、新規に締結するリース契約をできるだけグリーンリースにできないかなどと検討しています。グリーンリースに関しては、環境に影響を及ぼす様々な要因をビルオーナーとカスタマー(テナント)がモニタリングして、その結果を情報共有し、数値削減目標などを設定するという協力関係を築いていくことが理想的ですが、一方カスタマーにはカスタマーの事情がありますので、まずは賛同を得やすいものを契約の中に盛り込んでいき、それを時間をかけて改善していくことにより、私たちが目指している保有物件の環境性能の向上を目指すことができるのではないかと思います。おそらく、Jリート業界全体としても、このような考え方が支配的になってきているのではないかと思います。

内藤 グリーンリースに関して、古い不動産の環境性能を上げるための投資に対して、エネルギーコスト削減というリターンは見合うのでしょうか。グリーンリースという形で、受益者が平等に分担しよ



戸田 淳氏

プロロジス・リート・マネジメント株式会社
取締役 CFO 財務企画部長

PROFILE

とだ あつし

1987年東京大学法学部卒業。同年(株)三菱銀行(現(株)三菱UFJ銀行)に入行、長原支店に配属。1994年米国カリフォルニア大学バークレー校MBA卒業。(株)東京三菱銀行米州本部米州営業部にて米国不動産融資業務に従事(1994年～1998年)。その後、モルガン・スタンレー証券、日興ソロモン・スミス・バーニー証券、UBS証券にて、12年間にわたり本邦の不動産投資銀行業務に取り組み。2010年(株)ケネディクス経営企画部長に就任。2012年11月(株)プロロジス入社。同年12月より現職。

うという点は理解できますが、問題は、必要な投資に見合うだけのコスト削減効果を本当に得られるのか、得られなかった場合の負担者は一体誰なのかという点です。

これと同様に、「インパクト投資」は経済的リターンを犠牲にしないで社会的な便益も追求するということですが、実際には経済的リターンと社会的リターンがトレードオフの場合があるのではないかと。これと老朽化ビルの環境性能向上のために必要な投資をどこまで許容できるのかという問題は、ほぼ同じではないかと思います。

「インパクト投資」という考え方が登場しているなかで、経済的リターンの毀損を許容するファンドは現実にあるのでしょうか。

栗生 それは恐らく無いと思います。受益者・顧客の資産を運用する機関投資家は経済的リターンと社会的リターンの両立が求められます。現実問題として、両立できるかをどれほどの精度で投資前に判断できるのかという問題はありますので、銀行の融資など、様々な形で金融商品で実績を重ねていくなかで、リターンを毀損しないということが確認できれば、機関投資家の資金も自然と入ってくるのだと思います。最初から機関投資家の資金を当てにすることではないようにも思います。

戸田 それは「鶏と卵」の関係のようなどころがあって、ESG投資をきちんと投資家へのリターンにつなげられるかどうかは、ESG投資に積極的な事業体に投資家の資金が振り向けられるかということと裏表一体だと思えます。例えば、よく不動産業界で議論されるのは、環境性能が高いビルのキャップレートは環境性能が低いビルより低く、資産価値を高く評価できるのかという点です。これについては、私の記憶では4～5年前まではかなり懐疑的な意見が多く、そこに有意な差は見られないということだったと思えますが、ここ1～2年くらいで実は有意な差はあるというご意見のレポートが出てくるようになりました。実際に環境性能の高いビルに対して投資される資金が増えれば、資産価値は上がるので、環境性能を向上させるために使ったコストも正当化されるという理解です。

別の例を挙げますと、ビルオーナーとしては環境性能を高めるためのコストはテナント賃料から回収したいという願いがあると思いますが、従来は「環境性能の高いビルに高い賃料を払います」と言うテナントはほとんどいませんでした。しかし最近、最先端のオフィスビル等が増え、従業員の労働環境を向上させる観点から、多少高い賃料を払っても良いビルに入りたいというテナントが増えてきたように感じます。そういうビルは実は環境性能も高いので、結果的には、そのテナントがそのコストに見合うプレミアム賃料を払っているという状態が都心では生まれてきています。物流不動産の世界でも、コ

ストをかけて防災性能や耐震性を高めた施設に対しては多少のプレミアム賃料を払いましょうというカスタマーも出てきており、そうした施設は環境性能も高いので、リターンを犠牲にせずにESGへの取組みを行うための条件は徐々に整ってきていると感じます。ただ、まだ非常に限定的ではありますが。

内藤 確かに、環境性能の良い不動産にプレミアム賃料を払いましょうというのが流れが主流になれば、すごく分かりやすい話ですね。不動産としてESGに対応したことによるパフォーマンス評価が量的に行いやすくなります。他方、株価の上昇については、需給要因によるものなのか、ESG対応が生み出す将来キャッシュフローの上昇期待によるものなのか、その見極めは現実的に不可能ではないかと思うのですが、湯山先生、如何でしょうか。

湯山 おっしゃる通りその見極めは非常に難しいです。

おわりに

内藤 話題は尽きませんが最後にそれぞれのお立ち場からESG投資を巡る課題や可能性などを簡単にお話ください。

伊藤 年金基金の場合、信託銀行、生命保険会社、投資顧問会社といった運用機関を通じて投資しますので、運用機関のESG評価に加えて、運用商品についてのESG評価も大事だと思います。ただし、ESGの観点から運用機関や運用商品が高評価だとしても、果たしてそれがパフォーマンス(「 α 」)に結びつくのかが重要なポイントです。今後、運用機関がESG要素を「 α 」創出にどのように繋げていくのか、注視していきたいと思っています。

また、「 β 」の向上」に関し、ESGが市場リターンに与える影響についても注視しています。インベストメントチェーン全体がESGに取り組むことで、長期的な市場リターンの上昇と市場全体のリスク(volatilityやtail risk)低減に繋がり、ポートフォリ

才全体(資産全体)の運用効率が改善されることを期待しています。

内藤 インハウス運用ができないのは、確定給付企業年金法上の制約があるということでしょうか。

伊藤 そのとおりです。インハウスでの運用ではなく、運用機関に運用委託するのが一般的です。

内藤 そうなると必然的にESG投資は運用機関の評価・選定がまずは肝になりますね。

栗生 冒頭に申し上げた、アセットオーナーとわれわれアセットマネジャーとの温度差を埋めていく努力をさらに継続していく必要があると思いました。また、企業に投資をする観点からは、「 β 」の向上に向けて、エンゲージメントの高度化が求められると感じました。「 β 」の向上にはインベストメントチェーンが回ることが重要であり、そのためには、エンゲージメントで企業側がしっかり耳を傾けるような提言を運用機関が行っていくことが、個々の企業の価値向上、ひいては市場全体の底上げにつながると思います。

戸田 私達はJリートの運用会社ですが、同業他社も含め、ESGへの取組みの重要性についてはかなり認識が高まっています。そのなかで、先ほども「鶏と卵」の関係と申し上げたように、ESGへの取組みに高い意識を持つ発行体に対して投資家が進んで資金を振り向けて下さることにより、投資家の投資リターンも高まりESG投資が経済的にも正当化される、という循環になっていると思います。ですから、様々な投資家サイドの制約があることは承知しておりますが、発行体としてESGへの取組みを行いながらリターンも出すということをお約束したいと思いますので、我々のESGへのコミットに対し好循環が生まれることを望んでおります。そうすれば、結果的に社会全体のESG投資の目標であるSDGsの達成につながると思います。

湯山 まずリートのガバナンスは法律で決められているので、ESG評価会社から、もう少し正当に評価されてもいいのではないかと思います。

また、ESG投資と受託者責任(fiduciary duty)の



内藤 伸浩氏

一般社団法人不動産証券化協会 専務理事

PROFILE

ないとう のぶひろ

1981年東京大学法学部卒業。1991年慶應義塾大学大学院経営管理研究科修士課程修了。大学卒業後、三井不動産(株)に入社、同社不動産証券化推進部、東京大学公共政策大学院特任教授等を経て、2015年5月より現職。著書：『アセットファイナンスー資産金融の理論と実際』(2003年、ダイヤモンド社)、『人口減少時代の公共施設改革ーまちづくりがキーワード』(2015年、時事通信社)ほか。

関係が議論にアがりましたが、日本における受託者責任の議論では、導入時に手数料の問題がクローズアップされたことが原因なのかもしれませんが、分散投資をすべきという考え方が米国ほどは重視されていない印象を受けます。米国では、ブルーデント・インベスター・ルール(思慮ある投資家の準則)という考え方もとられていて、要するに受託者責任を果たすためには現代ポートフォリオ理論に基づいた分散投資を行うことが最適だということです。とすると、まずは分散投資の観点から「ダイベストメント」は受託者責任に反する可能性が高いです。

また、受託者責任との関係で年金基金などからESG投資が問題視されるとしたら、コストもかかり、リスクも高いかもしれないという点でしょう。環境投資はコストがかかるのでそういう投資先は、長期的なリターンはあがるかもしれないが、足元のリス

クが高いので除外したほうがいいのではという議論にもなると思います。これも分散投資の観点から考えると、むしろリスク分散効果が働くのならば、ユニバースを拡大する方が良いという見方も成立します。実際、米国ではベンチャーキャピタルやオルタナティブ投資なども、分散投資の観点から年金基金の投資対象になっていて、単にリスクが高いからといって受託者責任が否定されるわけでもありません。ESGに配慮したリートなどもリスク分散効果が働くのならば、年金基金等の投資対象としても十分に考えられるのかなと思いました。

内藤 「ダイベストメント」にしても「ポジティブ・スクリーニング」にしても、個々の資産のリスクを個別に評価するわけですから、分散投資によりポートフォリオ全体としてリスク軽減効果を狙う考え方は矛盾するのですね。

湯山 リスクが高いから受託者責任に反するといった理由もあって、米国とは異なり、日本のベンチャーキャピタルには、年金基金の資金はほとんど入ってこなかったと聞きます。最近は少しずつ状況が変わりつつあるとも聞きますが、ESG投資も足元でのリスクが高いという同じ理由で除かれるとしたら、ブルーデント・インベスター・ルールの考え方

に照らすと、逆に、分散投資を行うという意味での受託者責任を果たしていないという見方もあるのかなとも思いました。

内藤 あっという間に時間がたってしまいました。ごく簡単に議論をまとめさせていただきますと、ESG投資の目的は、基本的には中長期的な運用パフォーマンスの向上にあり、ESG要素に着目するのは、その手段だということであったと思います。そして運用パフォーマンスの向上とは、市場に勝って「 α 」を獲得することなのか、市場全体のパフォーマンスを底上げする「 β 」の向上なのかは、現状、投資家や運用者の個々の意向や判断によっています。「 β 」の向上については、エンゲージメント活動が重要であるとのことご意見もありました。

また投資対象である企業やファンドに対して運用情報サービス会社が行っているESGパフォーマンス評価や格付けについては、無くては困るものの、各社各様のアプローチ方法をとっているため整合性に乏しく、評価の妥当性を事後的に検証することも困難であるなどの課題をご指摘いただきました。

皆様のおかげで、ESG投資の実相に迫ることができたと思います。本日はありがとうございました。