

米国の州政府・地方公務員年金基金で進む 包括的な ESG 投資の拡充

林 宏美、加藤 貴大

■ 要 約 ■

1. 米国では、トランプ政権下でパリ協定から正式に離脱するなど、連邦政府レベルで見ると気候変動への対応に後ろ向きの施策が取られてきた。2020 年 11 月には、米国労働省が公布した従業員退職所得保障法（ERISA）関連の新規則に、ESG（環境、社会、ガバナンス）への取組みを躊躇させ得る内容も盛り込まれた。
2. その一方で、州レベルでは、オレゴン州公務員退職年金基金等の運用を監督する同州投資評議会が 2020 年 9 月、新たに ESG 統合に関する項目を投資判断に追加したほか、イリノイ州では 2020 年 1 月、投資判断に ESG 要因の組入れを求めるサステナブル投資法が施行されるなど、ESG 投資を促す動きが目立ってきた。
3. 州の公務員年金基金では、これまで ESG の中でも主に焦点を当てられてきた環境面（E）のみならず、社会面（S）を含め、より包括的に ESG 要因を組み入れる取組みも進められている。運用ポートフォリオにおけるダイバーシティ（多様性）のインパクト評価を支援するツールを導入した大手公務員年金基金も複数見られる。もっとも、その計測指標や情報開示においては課題も少なくない。
4. 気候変動等への消極的な対応が目立ったトランプ政権下でも ESG 投資拡充に向けた取組みが州レベルで進展した点は、米国の多様性の表れと評価できる。バイデン次期政権が ESG に対して前向きな政策に舵を切る公算が大きいなかで、オレゴン州やイリノイ州の運用方針の考え方が、連邦レベルの取り組みに参照されていくのかは要注目であろう。

野村資本市場研究所 関連論文等

- ・林宏美「欧州公的年金基金の気候変動への対応—スウェーデン AP 基金、仏 FRR、ノルウェーGPFG の事例を中心に—」『野村資本市場クォーターリー』2020 年冬号。
- ・林宏美「生物多様性がもたらす金融リスクおよび機会への取組み—気候変動と並ぶ環境（E）ファクター—」『野村サステナビリティクォーターリー』2021 年冬号。

I はじめに

米国のトランプ政権下では、第 21 回国連気候変動枠組条約締約国会議（COP21）において採択された、温室効果ガス排出削減等のための国際的な枠組みであるパリ協定からの離脱を 2017 年 6 月 1 日に発表し、2020 年 11 月 4 日に正式離脱するなど¹、気候変動への対応に消極的な姿勢が目立っていた。米国労働省が 2020 年 11 月に公布した、「従業員退職所得保障法（Employee Retirement Income Security Act of 1974、以下 ERISA）」の適用に関する規則（29 CFR Parts 2509 and 2550、2021 年 1 月 12 日施行）では、ESG（環境、社会、ガバナンス）への取組みを後退させうる内容が盛り込まれた²。

すなわち、新規則では、ERISA が適用される確定給付型企業年金の受託者に対して、投資判断の根拠を金銭的な要因（pecuniary factors）のみに求めなければならない、非金銭的な目的（non-pecuniary objectives）のために受益者の利益を毀損してはならない、とされている³。当初の新規則案では、ESG 投資を行う際には、同等のリスク調整後リターンが得られると想定される他の投資と比較して、ESG 要因を考慮したほうがリスク調整後リターンの向上が見込まれることを証明する報告書作成を義務化する、とされていたが、最終規則では金銭的なリターンが見込まれる ESG 投資については報告書の作成を求めない、とされた。当初案に比べると ESG 投資への規制強化の度合いは緩和されたと解釈できるものの、新規則は、受託者が投資戦略を選択する際に金銭的にプラスにならない ESG 要因については考慮してはならないことを意味することから、社会的な課題等にも焦点を当てるべきと考える運用業界から反発を受けている。

こうした連邦レベルの動きとは対照的に、州レベルでは、地方公務員退職年金基金等に適用される法律や年金基金等に適用される運用方針に、ESG 要因を正式に組み入れる規定が盛り込まれるなど、ESG 要因の取り扱いを格上げする動きが目立つ⁴。例えば、オレゴン州投資評議会（Oregon Investment Council、以下 OIC）は、管轄する公務員退職年金基金等に対して、ESG 要因を正式に運用に組み入れる規定を、新たに投資方針（Statement of OIC Investment and Management Beliefs）に追加する決定をしたほか、イリノイ州では 2019 年、同州内の公務員年金基金等に対して ESG 要因を組み入れた投資を求める法律（2020 年 1 月施行）が公布された。

¹ The White House, “Statement by President Trump on the Paris Climate Accord”, 1 June 2017. “The U.S. Left the Paris Climate Pact. Allies and Rivals Are Pressing Ahead”, *The New York Times*, 4 November 2020.

² Federal Register, “Financial Factors in Selecting Plan Investment”, 13 November 2020. なお、これまで米国労働省は ERISA 適用下の退職年金基金等の受託者が ESG に関連する投資を行うことについて、受益者の利益保護の観点から問題がないか、1994 年、2008 年、2015 年および 2018 年に、それぞれ解釈を示している。1994 年と 2015 年に示された解釈では、受益者の経済的な利益を確保することを前提として、ESG 要因を考慮した投資が投資判断の要素の一つになりうるとされた一方で、2008 年のガイダンスでは、投資判断の際に非経済的な要因を考慮する事態はまれである、とされていた。

³ 最終的な新規則では、当初案に盛り込まれていた「ESG」の文言が削除されている。米国労働省は、① ESG という文言に正確な定義がないこと、② 当初案における「ESG」という文言は、個別の E 要因、或いは S 要因、G 要因を指すなど、統一した用いられ方をしていなかったことを、削除の理由に挙げている。

⁴ 米国労働省の新規則は、ERISA が適用される年金基金をカバーするため、州および地方自治体の年金基金には適用されない。

個別の公務員退職年金基金等では、米国最大の公的年金基金であるカリフォルニア州職員退職年金基金（California Public Employees' Retirement System、以下 CalPERS）やニューヨーク州退職年金基金（New York State Common Retirement Fund、以下 NYSCRF）などが、委託する資産運用会社の多様性（以下ダイバーシティ）のインパクト評価ツールを導入するなど、ESG 投資に対して一段と踏み込んだ取組みも見られる。

本稿では、オレゴン州やイリノイ州による地方公務員退職年金基金等における ESG 投資の正式な組入れ、地方公務員退職年金基金等の主な個別事例として CalPERS や NYSCRF における ESG への取組みを紹介し、これらを踏まえ、年金基金等による ESG 投資について、今後の論点を探っていくこととしたい。

Ⅱ 米国の州における投資方針への ESG 要因の組入れ

1. オレゴン州投資評議会（OIC）による投資方針への ESG 要因の組入れ

総額約 1,070 億ドルに及ぶオレゴン州公務員退職年金基金（the Oregon Public Employees Retirement Fund、OPERF）、公立学校基金（the Common School Fund、CSF）や州傷害保険基金（the State Accident Insurance Fund、SAIF）などのオレゴン州全体の公的な基金の資産運用を監督する OIC は、2020 年 9 月 9 日、「投資及び管理をめぐる方針書（Statement of OIC Investment and Management Beliefs）」の改定を承認した（以下、改定後の方針書を「新方針」という。）⁵。

新方針では、従来の 8 項目で構成される投資方針に、新たに「ESG 要因のインテグレーション（統合）」に関する項目が追加されることとなった。投資方針に ESG 要因を組み入れることについて、新方針に関するプレスリリースでは、「企業のカーボンフットプリント、ダイバーシティやインクルージョンに関する方針、あるいは従業員の雇用体系などが含まれる ESG 要因は、企業の長期的な持続可能性、ひいては投資の長期的なパフォーマンスに好影響を与える」との見解が示されている。

また、OIC のメンバー⁶であり、同州の財務官を務めるトビアス・リード氏は、今回の改定は、投資機会を評価するにあたり、ESG が考慮されるべき重要な要素の一つであると正式に位置付けることで、資産運用会社や投資先の企業に対して、どのように業務上の課題に対処するのかというメッセージを与えることを企図する、と発言している。OIC には、管理下の公的年金基金等にとどまらず、社会全体の ESG 投資への取組みを促したいという意図があることが窺える。

⁵ Oregon Government, “Oregon Investment Council Formalizes Importance of ESG to Treasury’s Investment Decisions”, 14 September 2020.

⁶ OIC メンバーは、州政府により選任された委員 4 名と、オレゴン州財務官、オレゴン州公務員退職年金基金の運営を行う独立機関の理事を務める委員の計 6 名で構成されており、毎年 8 回の会合が開催されている（<https://www.oregon.gov/treasury/invested-for-oregon/pages/oregon-investment-council.aspx>）。

図表 1 「投資及び管理をめぐる方針書」に追加された「ESG 要因の統合」に関する記述

第 8 条	他の投資要因と同じく、投資方針に ESG 要因を統合することは、運用パフォーマンスに有用な影響を与えうることに加え、投資に伴うリスク評価にも一役買う場合がある。
A)	投資の意思決定フレームワークに ESG 要因を組み入れることは、投資決定に係る短期的及び長期的な影響を把握するうえで重要である
	・ OIC は、環境面および社会的な要因が投資にどのような影響を与えるのか把握することは、より持続可能なポートフォリオを構築するうえで重要なステップになると考える。
B)	時間の経過とともに、グローバルに分散した投資ポートフォリオにおける機会の特定、あるいはリスク軽減のための複合的な要因の評価方法やより包括的なアプローチが開発される。
	・ ESG に関するデータ収集は、リスクやリターンを丁寧に推計し、モニタリングする能力と結びつく。一度リスク等の特定がなされれば、法令上の受託者責任を前提として、ESG に関わるリスク軽減のための戦略を実行し、積極的な ESG 移行戦略を追求することができる。

(出所) オレゴン州財務省より野村資本市場研究所作成

新方針では、さらに、「投資の意思決定フレームワークに環境面や社会的な要因による投資への影響を把握することが、持続可能なポートフォリオの構築において重要であること」、「ESG 関連情報を収集することが投資のリスク・リターンの推計等を行う際に有用であること」などの記述が追加されている。ここから、投資の意思決定に ESG 要因を組み入れることが、いかにして投資パフォーマンスなどに好影響を及ぼすのかについての OIC のスタンスを見て取ることができる（図表 1）。

その一方で、新方針では、ESG 要因を投資に組み入れるためには受託者が責任を全うする必要があることにも言及されている。新方針に関するプレスリリースにおいても、オレゴン州の公的年金基金等の資産運用部門は、「オレゴン州の法律の下、可能な限り、効率的で、利益を優先した資産運用を行う受託者責任を負っている。そのため、投資決定は、専ら公的年金基金の受益者の利益のために行われなければならない、受益者の利益よりも優先して社会的、政治的あるいは経済的な課題に対処する目的のために投資の意思決定が行われてはならない」とされている⁷。OIC における年金基金等の受益者の経済的な利益にマイナスの影響を及ぼしてまで ESG 投資を優先することは認められないとする考えは、前述の、2020 年 11 月の米国労働省規則における解釈と共通している。

2. イリノイ州における ESG 要因の投資方針への組入れに関する新法制定

イリノイ州では、2019 年 8 月 23 日、公的基金を管理する同州及び同州の地方自治体に対して、投資方針の策定、投資判断の検討過程およびその意思決定に、サステナビリティ要因を組み入れることを求める「イリノイ州サステナブル投資法（Illinois Sustainable

⁷ 脚注 5 に同じ。

Investing Act)」が成立し、2020 年 1 月 1 日に施行された⁸。

サステナブル投資法制定の目的について、同法は、「公的基金の、投資の意思決定や投資分析、ポートフォリオの構築、デューディリジェンス、投資による保有において、サステナビリティ要因を慎重に組み入れることにある」とされている（図表 2）。また同法の規定では、投資の意思決定等にサステナビリティ要因を組み入れることが、「予測される経済的利益の最大化、想定されるリスクの最小化、より効率的に受託者義務を遂行すること、より公平で責任を全うし、かつ持続可能なイリノイ州の実現に寄与する」との考えが示されている。この考えは、投資にサステナビリティ要因を組み入れることが、その投資に係る経済的な利益に対して好影響をもたらすという点で、OIC の考えと共通している。さらに、同法では、公的基金によるサステナビリティ要因を組み入れた投資を通じて、持続可能な社会の実現を企図する点にも言及している。

なお、サステナブル投資法の適用にあたって、イリノイ州財務省から質疑応答事例集（FAQ）⁹や、サステナビリティ要因の具体例、適用対象となる各主体が対応すべき事項およびその対応のための参考資料等が示されており、各主体による同法への円滑な対応を促進するための取組みが窺える。

サステナブル投資法の適用対象となる主体は、FAQ において、「管理下にある公的基金を持つイリノイ州の公的主体」とされており、公的基金の形態については「現在運用されている基金、特別基金などのあらゆる形態の基金」と説明されている。このことから、基本的にはイリノイ州におけるあらゆる形態の公的基金に適用されると解することができる¹⁰。

サステナビリティ要因の具体例については、サステナブル投資法の規定において、①コーポレートガバナンスとリーダーシップに関連する要因、②環境に関連する要因、③社会的資本に関連する要因、④人的資本に関連する要因、⑤ビジネスモデルやイノベーションに関連する要因の 5 つに加え、それぞれの要因に係るより細かい構成要素が示されている（図表 2、3）。

各主体がサステナブル投資法の適用にあたって対応すべき事項として、①サステナビリティ要因を考慮した内容を既存の投資方針に追加する、あるいは新たに投資方針を策定すること、②投資の意思決定プロセスにサステナビリティ要因を組み入れること、③ファンドマネージャーとの対話を通じてサステナビリティ要因を考慮した適切な投資について検討することなどが求められている（図表 4）。このうち、①の投資方針の策定等について、イリノイ年金法（Illinois Pension Code）の適用下にある主体は、新たな投資方針の採用から 30 日以内に同方針を保険局に提出する必要がある、とされている¹¹。

⁸ Illinois State Treasurer, “Sustainable Investing Act”.

⁹ Illinois State Treasurer, “Illinois Sustainable Investment Act - FAQs”.

¹⁰ イリノイ州では、市、町、郡といった地方自治体などが拠出した資金の投資運用をイリノイ財務省が代わりに行う「イリノイ基金（the Illinois Funds）」と呼ばれる制度があり、同基金についてもサステナブル投資法の適用対象とされている。ただし、同基金ではすでに同法に基づく投資が行われているため、同基金の参加者は同法制定に伴う追加の対応は必要ないとされている。なお、同基金には、1,499（2020 年 9 月時点）の公的年金基金、公立教育機関、地方自治体、州行政機関などが資金の拠出をしており、その資産は 2019 年 6 月末時点で約 56 億ドルだった（https://illinoistreasurer.gov/Local_Governments/The_Illinois_Funds）。

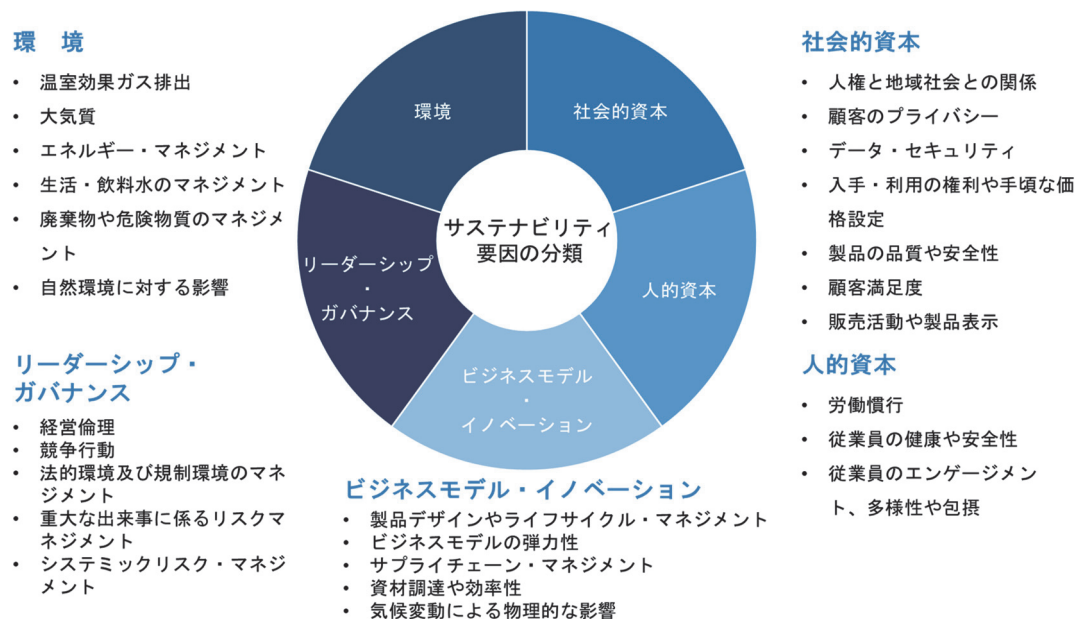
¹¹ 脚注 9 に同じ。

図表2 「サステナブル投資法 (Sustainable Investing Act)」の内容 (一部抜粋)

第5条 所見と目的
(a) イリノイ州議会は、環境への影響や社会的影響、投資のガバナンスに関連する要因を考慮することが公的基金における安全性やパフォーマンスを最大化するうえで非常に重要であると認識している。これらのサステナビリティ要因は、投資のパフォーマンス全体の道標となり、長期的な価値を生み出す可能性がある。州の公的機関及び政府は、これらの重要な要因を認識し、分析する義務がある。 (b) サステナブル投資法の目的は、予測される経済的利益の最大化、想定されるリスクの最小化、より効率的に受託者責任を遂行することや、より公平で、責任を全うし、かつ持続可能なイリノイ州の実現に寄与する観点から、投資の意思決定や投資分析、ポートフォリオの構築、デューディリジェンス、公的基金が行う投資による所有において、サステナビリティ要因を慎重に組み入れることである。
第15条 サステナブル投資方針の構築
(a) いずれの公的機関や自治体においても、それらの管理下にあるすべての公的基金の運用に対して適用されるサステナビリティ要因を組み入れた投資方針 (サステナブル投資方針) を構築、公表及び実行するべきである。サステナブル投資方針の規定を、各公的機関や自治体ですでに構築、公表及び実行されている既存の投資方針に組み入れることも考えられる。 (b) サステナブル投資方針については、公的機関や自治体において投資の意思決定を行う際に、サステナビリティ要因が投資全体の評価を行うための構成要素として認識されるように、重要で、妥当性があり、かつ意思決定において有用なサステナビリティ要因が盛り込まれなければならない。サステナビリティ要因としては、(1) コーポレートガバナンスやリーダーシップに関連する要因、(2) 環境に関連する要因、(3) 社会的資本に関連する要因、(4) 人的資本に関連する要因、(5) ビジネスモデルやイノベーションに関連する要因が挙げられるが、これらに限定されるわけではない。
第20条 投資の意思決定の際にサステナビリティ要因を考慮すること
(a) 公的機関は、予測される経済的利益の最大化、想定されるリスクの最小化、より効率的に受託者義務を遂行することや、より公平で、責任を全うし、かつ持続可能なイリノイ州の実現に寄与する観点から、投資の意思決定や投資分析、ポートフォリオの構築、デューディリジェンス、公的基金が行う投資に係る所有権において、サステナビリティ要因を慎重に組み入れることとされている。 (b) サステナビリティ要因には、以下の項目が含まれるが、以下の項目に限定されるわけではない。 (1) コーポレートガバナンスやリーダーシップに関連する要因。例えば取締役と監査役の独立性、取締役会や幹部の専門的知見及び能力、システミックリスク・マネジメントの実行、役員報酬体系、透明性や情報開示、経営層の多様性、規則や法令等の遵守、株主の権利、倫理的な経営が挙げられる。 (2) 投資パフォーマンスにおいて、経済上の正と負いずれの影響も与える環境に関連する要因。例えば、温室効果ガス排出、大気質、エネルギー・マネジメント、水や廃棄水に係るマネジメント、廃棄物や危険物に係るマネジメントや自然環境に対する影響が挙げられる。 (3) 顧客や地域コミュニティ、公的機関、政府といった投資パフォーマンスに影響を与えうる外部の主要な関係者とのつながりに影響を及ぼす社会的資本に関連する要因。例えば、人権、顧客満足度、顧客のプライバシー、データ・セキュリティ、入手・利用の権利や手頃な価格設定、販売活動や製品表示、地域社会への還元、地域社会との関係が挙げられる。 (4) 労働力が長期的な価値を生み出す重要な資産であるという認識に基づく人的資本に関連する要因。例えば、労働慣行、責任のある契約者と責任ある雇用者に関する方針、従業員の健康や安全性、従業員によるエンゲージメント、多様性や包摂、インセンティブや報酬が挙げられる。 (5) 機会やリスクに関する計画や予測を行う能力や企業が長期的な株主価値を創出できるかどうかに影響を与えるビジネスモデルやイノベーションに関連する要因。例えば、サプライチェーン・マネジメント、資材調達や効率性、ビジネスモデルの弾力性、製品デザインやライフサイクル・マネジメント、気候変動による物理的な影響が挙げられる。 (c) サステナビリティ要因は様々な方法で分析される。例えば、(1) 直接的な経済的影響又はリスク、(2) 法令上、規制上および政策的な影響又はリスク、(3) 業界規範、ベストプラクティスや競争原理、(4) ステークホルダーのエンゲージメントが挙げられるが、これらに限定されるわけではない。 (d) この法律においては、公的機関や自治体が、投資の意思決定や投資分析、ポートフォリオの構築、デューディリジェンス、公的基金が行う投資に係る所有権において、追加的にサステナブル投資法で定めたサステナビリティ要因以外の要因を組み入れることを禁じているわけではない。またこの法律は金融機関の定期預金業務等に適用することを想定しているわけではない。

(出所) イリノイ州議会より野村資本市場研究所作成

図表 3 サステナビリティ要因の分類



(出所) イリノイ州財務省より野村資本市場研究所作成

図表 4 「サステナブル投資法 (Sustainable Investing Act)」により必要とされる対応

1. サステナビリティ要因への考慮を含むよう投資方針を改定すること
投資方針の改定は、既存の投資方針に新たな規定を追加するといった対応とサステナビリティに焦点を当てて記述した規定・方針を新たに用意するといった対応が挙げられる。イリノイ州投資評議会 (The Illinois State Board of Investment、ISBI) は、既存の投資方針において新たに短いセクションを追加しており、イリノイ州財務省はサステナブル投資に関する投資方針を包括的に定めた声明 (“Sustainability Investment Policy Statement”) を新たに発行している。サステナブル投資法の適用対象となる主体は、組織として最も適切な改定方法を決定するために投資管理のチームと協議すべきである。
2. 投資の実行にあたって、サステナビリティ要因を組み入れること
証券や企業レベルでの投資の意思決定を行う部門にとって、サステナビリティ要因は、投資の意思決定を行うにあたって、そのリスクと価値の評価を行う際に考慮すべき要因となるため、投資の意思決定プロセス全体に組み入れるべきである。
3. ファンドマネージャーと対話すること
資産運用会社は、サステナビリティ要因を組み入れつつ、公的基金等にとって適切な投資を検討することができる。多くのファンドマネージャーは実際に投資を行う際に、すでにサステナビリティ要因の組み入れを行っており、このことは BlackRock、Vanguard、State Street、Fidelity、UBS を含む資産運用会社において常識となっていることから新たな変更は必要ないと考えられる。
4. その他必要事項
サステナブル投資法の適用にあたっては、上記以外に必要な対応はない。しかしながら、サステナビリティ要因を考慮することにより、従業員や契約者の役割・義務を調整する必要性が生じる。その場合、各主体は自身の裁量をもって対応すべきであろう。

(出所) イリノイ州財務省より野村資本市場研究所作成

Ⅲ 米国の地方公務員年金基金等における ESG 投資拡充の事例

1. ニューヨーク州退職年金基金の事例

推定 2,260 億ドルの資産を有する米国第 3 位の NYSCRF は、2020 年 12 月 9 日、2040 年までに運用ポートフォリオにおける温室効果ガス排出量を実質ゼロにする方針を公表した。NYSCRF のトーマス・ディナポリ・NY 州財務長官（以下ディナポリ NY 州財務長官）は、同方針を公表するプレスリリース¹²において、将来の低炭素社会に向けた投資は、年金基金の長期的な価値を保全するうえで欠かせない、との見解を示した。

今回 NYSCRF が示した目標達成に向けた取組みは、2019 年 6 月にディナポリ NY 州財務長官が公表した気候行動計画（Climate Action Plan）の一環として進められる。本気候行動計画では、すべてのアセットクラスにおける、気候変動がもたらすリスクおよび機会に対処するためのロードマップが示されている。本気候行動計画において中核となる取組みとしては、持続可能な投資および気候ソリューションプログラム（Sustainable Investments and Climate Solutions Program、以下 SICP）を正式に導入する点、SICP へのコミットメント金額を向こう 10 年間で 200 億ドルまで倍増する点が挙げられる（図表 5）。NYSCRF は、同プログラムにおいて、プライベート・エクイティ（PE）、アクティブな

図表 5 NYSCRF の気候行動計画（一部）

【インベストメントおよびダイベストメント】

- ・ マルチアセットクラスの持続可能な投資および気候ソリューションプログラム（Sustainable Investment-Climate Solutions Program、SICP）を正式に立ち上げる。SICP は、既存の新興マネージャープログラム（Emerging Manager Program）と類似しており、気候ソリューションを含むサステナブル投資戦略に絞ったプログラムである。このプログラムのために、シニアレベルのサステナブル投資オフィサーを含む運用スタッフを採用する。SICP 向けに 100 億ドルのコミットメントを用いる。向こう 10 年間にコミットメント金額を現在の倍の 200 億ドルに引き上げる目標を立てる。
- ・ 経営層やアセットクラス・コンサルタント、インデックス提供者と協働し、サステナブル投資戦略を明確にする。サステナブル投資戦略には、気候変動に伴うリスクや機会を認識するための、低炭素への移行に向けた準備状況やレジリエンスに関する指標を評価する戦略も含む。
- ・ 気候リスク評価およびエンゲージメントを投資プロセスに正式に組み込む。高いインパクトをもたらすセクターに属する企業のうち、パフォーマンスが悪い企業については、プライオリティが高い監視リストに入れる。低炭素ビジネスモデルへの移行準備に進展が見られなければ、投資ウェイトの引下げ、新規投資の制限、ダイベストメントといった追加的な措置が、NYSCRF の運用方針および運用プロセス、受託者責任に基づき、検討されることになる。このプロセスは、一般炭採掘会社から始められ、その他の高いインパクトをもたらすセクターについても実施される。
- ・ NYSCRF のスタッフ向けに、ゲストスピーカーを招聘し、気候変動がもたらすリスクや機会に関する情報セッションを定期的に開催する。
- ・ 他のアセットオーナーや機関、或いはニューヨーク・グリーンバンクとの提携関係構築を探り、投資機会を見出す。

（出所） Office of the New York State Comptroller, “Climate Action Plan 2019”より野村資本市場研究所作成

¹² Office of the New York State Comptroller, “New York State Pension Fund Sets 2040 Net Zero Carbon Emissions Target”, 9 December 2020.

PE 戦略、グリーンボンド、クリーンおよびグリーン・インフラストラクチャー・ファンド、LEED（Leadership in Energy and Environmental Design）認証不動産ファンドなどを含む、あらゆるアセットクラスでのコミットメントを既に実施している。ディナポリ NY 州財務長官は、再生可能エネルギーおよびテクノロジーといった気候ソリューション関連に既に約 110 億ドルを投じており、今後も追加的に 90 億ドル程度を投資する方針を示した。

今回 NYSCRF が 2040 年までに運用ポートフォリオにおける温室効果ガス排出量を実質ゼロにする宣言を行ったことに伴い、まずは、2025 年までに、温室効果ガス排出量が多いエネルギー関連企業がクリーンエネルギーをベースにしたビジネスモデルへの転換にコミットメントしているかどうかについて投資ミニマム基準を用いて判断し、エネルギーセクター全体への投資を見直す。NYSCRF は、エネルギーセクターの分類ごとに設定する投資ミニマム基準を満たさない場合にはダイベストメントに踏み切る、としている。

第一弾として、NYSCRF は、2020 年 6 月までに石炭（一般炭、thermal coal）採掘会社 22 社、4,000 万ドル相当のダイベストメントを実施した。NYSCRF は、収益全体の 10%以上が一般炭関連事業から計上している企業の中で、二酸化炭素を多く排出するエネルギー源に依存したビジネスモデルから、再生可能エネルギーを軸とするビジネスモデルへの移行に関する詳細な計画を提示できない企業をダイベストメント対象とした。NYSCRF が運用ポートフォリオに保有していた一般炭採掘会社が 27 社であったことから、同年金基金が定めた投資ミニマム基準を満たしたのは 5 社に過ぎなかったことを意味した。ダイベストメントを行った企業の 3 分の 1 超は中国企業であったが、米国の大手石炭採掘会社であるアーチ・コール（Arch Coal Inc）、コンソル・エナジー（Consol Energy Inc）、ピーボディ・エナジー（Peabody Energy Corp）なども含まれていた。

一般炭採掘会社に続き、2020 年 12 月 9 日時点では、オイルサンド事業に従事する 9 社¹³に関するレビューが最終段階に入っており、2021 年の早い段階でレビューが完了する見込みである。今後は、シェールオイルおよびガス会社、統合石油およびガス会社、その他の石油・ガスの採掘および精製会社、石油・ガス設備およびサービス会社、石油・ガス貯蔵および輸送会社といった分類ごとに、エネルギーセクターに属するすべての企業に対する投資ミニマム基準を構築し、当該基準を用いて NYSCRF が運用ポートフォリオに残すのか、或いはダイベストメントをするかを判断することになる。この全工程を 2025 年までに完了させることを目指す。

NYSCRF は、運用ポートフォリオにおける温室効果ガス排出量を実質ゼロにする目標に向けて、エネルギー企業にとどまらず、すべての産業に属する企業に対して迅速な目標達成を促すべく、エンゲージメントを強化する方針である。また、NYSCRF は、運用ポートフォリオの構成銘柄となっている企業が、気候変動がもたらすリスクを軽減する対策を講じない場合には、取締役選任に対して反対の議決権行使を行う方針である。なお、NYSCRF が保有する金額ベースで 5 大銘柄に入るアップルやマイクロソフト、アマゾン・ドット・コムなどについては、温室効果ガスの実質ゼロ目標を既に設定済みである。

¹³ この中には、日本の石油資源開発株式会社が含まれている。

さらに、NYSCRF は、2040 年の温室効果ガス実質ゼロ目標に向けて、その進捗状況を計測するため、中間目標を設定することに加えて、NYSCRF の対応進捗状況を高い透明性で捉えられるよう、年次進捗報告書や、レビュー前後のアップデート情報などを開示する方針である。

2. カリフォルニア州職員退職年金基金の事例

2020 年 6 月末時点で 3,890 億ドルの資産を有する全米最大の公的年金基金 CalPERS は、2016 年 8 月、ESG イニシアティブに関する 5 か年戦略計画を採択したことを公表した。CalPERS は、2006 年に国連の責任投資原則（PRI）に署名するなど、早くから ESG 要因を重視してきたものの、本計画が、包括的な ESG 計画としては初めてのものである。本 5 年計画は、以下の 6 つの戦略的イニシアティブで構成されている。

- ・ 上場企業による定期的な情報開示において、ESG 要因を組み込んだ開示を強化させ、CalPERS の運用ポートフォリオの構成企業による ESG 課題への取組みをトラッキングする。
- ・ カーボンフットプリントの計測および削減に関して、上場企業のパフォーマンスをトラッキングし、財務上のパフォーマンスとの比較を行う。
- ・ 多様性のある取締役会を有する企業の財務上のパフォーマンスをトラッキングする。
- ・ CalPERS のポートフォリオの運用を担っている資産運用会社が、投資リスクにおける ESG 要因を把握し、投資判断に ESG 要因を組み込むことを求める。
- ・ CalPERS のリサーチを強化し、投資リスク・リターンに関連する ESG 要因を理解する。
- ・ CalPERS のすべてのプライベート・エクイティ投資について、PE の国際的業界団体である Institutional Limited Partners Association（ILPA）によるフィーおよび利益分配の透明性向上を目指す手数料テンプレートを導入する。

CalPERS は、2019 年 3 月、5 か年戦略計画に対してどの程度達成できているかを含めた中間報告（Total Fund Governance & Sustainability Strategic Plan Update）を公表した（図表 6）。

図表 6 CalPERS の戦略的イニシアティブ

1 データおよび企業開示基準 【目的】 - 企業の定期的な情報開示において ESG を考慮した内容を含む開示を自主的に実施する。 - 企業の定期的な情報開示において ESG をめぐる義務的な開示を採用する。	【成果指標 (KPI)】 - グローバルな統合報告の進展のベンチマークを策定し、トラッキングする。 - 義務的な基準をグローバルに採用する (20 年後)。 【2018 年までの達成事項】 - ESG 情報開示の義務化について米国証券取引委員会 (SEC) に請願。 - 上場企業会計監視委員会 (PCAOB) の戦略計画案にコメント。 - IFRS 枠組みや「2018 年雇用及び投資家信託法 (JOBS and Investor Confidence Act of 2018)」の改正に関する提案。 - 国際会計基準審議会 (IASB) による ESG 情報開示に関する調査を実施。
2 機関投資家の気候変動アクション・イニシアティブ Climate Action 100+ 【目的】 モントリオール・カーボン・プレッジ (注 1) 署名企業 80 社へのエンゲージメントを実施することで、気候変動がもたらすリスクと機会のマネジメントを行う。	【KPI】 - モントリオール・カーボン・プレッジ署名企業全 80 社が、パリ協定に準拠した二酸化炭素排出目標を設定する。 - カーボンフットプリント削減の計測および報告を行う。 - 二酸化炭素排出目標を設定した企業の財務パフォーマンスをトラッキングする。 【2018 年までの達成事項】 - Ceres や UNPRI をはじめとした複数の戦略パートナーとの提携が奏功し、預かり資産 32 兆ドル、310 超の投資家が 161 社を共同でエンゲージメントの対象としている (KPI で当初設定した 80 社、CalPERS が当初設定した年当たり 20 社へのエンゲージメント目標を大幅に上回っている)。 - CalPERS は、投資先企業 21 社に対してグローバルレベルでのエンゲージメントを主導しており、各企業の経営陣との対面での面談を調整している。
3 運用会社への期待 【目的】 CalPERS が、運用ポートフォリオ全体における ESG 投資リスクと機会についてより良く理解し、管理できるような対応を運用会社が行う。	【KPI】 - すべての資産運用会社は、投資判断をする際、ESG 情報を含む運用方針およびその手続き規定を有する。 - すべてのアセットクラスについて、デューデリジェント契約、モニタリング業務に関する手続きを文書化したものを構築する。 【2018 年までの達成事項】 - 調査を行った外部戦略運用会社の 96% が ESG 方針を有している。 - すべてのアセットクラスについて、インターネット上で「サステナブル投資実践ガイドライン (Sustainable Investment Practice Guidelines (SIPG))」を公表した。
4 ダイバーシティ&インクルージョン 【目的】 投資先企業の取締役会メンバーの多様性を推進することで、年金基金の運用パフォーマンスを向上させる。	【KPI】 - CalPERS の投資先の全企業が取締役会のダイバーシティを何らかの形で示している。 - 多様性のある取締役会を有する企業の運用パフォーマンスのトラッキングをする。 【2018 年までの達成事項】 - エンゲージメントを実施した企業 504 社の 39% で、取締役会メンバーに多様性のある役員が仲間入りした。 - 取締役候補者を検索する人材データベース「Diverse Director Datasource (通称 3D) (注 2)」の活用: 2018 年には、3D データベースに含まれる 17 人の取締役候補者が取締役に就任した (2017 年は 11 人)。
5 リサーチ 【目的】 CalPERS の投資目的におけるリスク・リターンに関連する ESG 要因の理解を深める。	【KPI】 - エビデンスのレビューを完了する。 - 関連するリサーチ結果を投資判断に統合させる。 【2018 年までの達成事項】 - 水資源リスクや所得の不平等に関するリサーチを実施し、完了した。破壊的な技術および気候リスクデータ・マッピングに関するリサーチを立ち上げ、進めている。 - ESG テーマ/リサーチを統合した株式戦略 20 本までの分析を完了した。グローバル株式の ESG 戦略に 30 億ドルを投資した。 - 関連するリサーチで得られた結果を運用に反映させることを支援するため、サステナブル投資チームの人員を増やした。
6 プライベート・エクイティ及びフィー・利益分配に関する透明性の確保 【目的】 手数料および利益分配の透明性をめぐる、国際的なプライベート・エクイティ業界団体である ILPA の枠組みへの業界としての採用	【KPI】 - CalPERS の戦略的 PE パートナースHIP 100% が ILPA の手数料報告テンプレートを完成させ、利益分配に関する情報を提供できることを目標とする。 - 業界として ILPA の採択をトラッキングし、報告する。 【2018 年までの達成事項】 2018 年第 3 四半期には、戦略的パートナーの 86% が、四半期ごとに ILPA 手数料テンプレートを利用して報告した。

(注) 1. モントリオール・カーボン・プレッジとは、2014 年 9 月 25 日に開催された国連責任投資原則 (PRI) の年次総会で公表された機関投資家の自発的なイニシアティブである。同プレッジ (誓約) に署名したアセットオーナーや資産運用会社は、投資ポートフォリオにおけるカーボンフットプリントを毎年計測し、計測結果の公表にコミットすることが求められる。

2. 通称 3D とは、CalPERS とカリフォルニア州教職員退職年金基金 (California State Teachers' Retirement System、以下 CalSTRS) が、2011 年に共同で開発した、取締役候補者の人材検索データベースである。3D データベースは取締役の指名や株主によるエンゲージメント等の情報サービスを提供する Equiler が提供する Equiler BoardEdge で検索することが可能である。

(出所) CalPERS, "Total Fund Governance & Sustainability Strategic Plan Update" より野村資本市場研究所作成

Ⅳ 取締役会等の多様性を重視する動き

前章で取り上げた NYSCRF や CalPERS 等は、2020 年以降、委託先運用会社における多様性（ダイバーシティ、Diversity）、公平性（エクイティ、Equity）、機会均等（インクルージョン、Inclusion）の 3 要素、すなわち DEI を評価する支援ツールを相次いで採用している。

NYSCRF や CalPERS が採用した DEI ツールは、ジェイソン・ラミン CEO が創立したフィンテックであるレノックス・パーク・ソリューションズ（Lenox Park Solutions、以下 LPS）が 2019 年に開発した「レノックス・パーク・ダイバーシティ・インパクト・スコア（Lenox Park Diversity Impact Score、以下 LPI）」である。年金基金といったアセットオーナーによる自身の運用ポートフォリオにおける多様性のインパクト評価を支援するツールである LPI は、資産運用会社が自社のダイバーシティやインクルージョンに対する取組みを、競合他社と比較できるベンチマークの役割も果たしている。

LPI は、会社の所有権、リーダーシップ、従業員の各項目において、運用会社から取得した性別（Gender）の多様性および人種（Ethnic）の多様性（現在は、有色人種（People of Color、POC）の観点）に関するデータを用いて算出される。LPI は現在 10 のサブスコア（スコアは 0.00～1.00 の数値）で構成されており、最終的な総合スコアは、多様性に関する包括的な一連のデータセットを基にして算出される（スコアは 0.00～10.00）（図表 7）。今後は、取締役会メンバーの多様性およびガバナンス、LGBTQ、身体障害者をはじめとした要素も LPI のスコアリングに組み込んでいく方針が示されている（図表 8）。

LPS は、資産運用業界における DEI の評価基準となるパフォーマンス指数を求めるモーメントムが醸成されつつあるなかで、LPI を評価基準のスタンダード、すなわちクレジットスコアとして最も米国社会に浸透している FICO（Fair Isaac Corporation）スコアの DEI 版として位置づけられる目標を掲げている。FICO スコアは、クレジットカードの申請や住宅ローンをはじめとした融資を受ける際など、米国で幅広く活用されているクレジットスコアである。

図表 7 LPI の構成要素

ジェンダー	女性従業員	10%	10% 従業員	50%	100%
	指導的地位にある女性	10%	10% リーダーシップ		
	女性による所有の継続期間	10%	30% 所有権		
	女性の所有者数	10%			
	女性の所有割合(%)	10%			
人種	有色人種(POC)従業員	10%	10% 従業員	50%	
	指導的地位にあるPOC	10%	10% リーダーシップ		
	POCによる所有の継続期間	10%	30% 所有権		
	POCの所有者数	10%			
	POCの所有割合(%)	10%			

（出所）LPS より野村資本市場研究所作成

図表 8 LPI の構成要素

○	ジェンダー・ダイバーシティ
○	人種のダイバーシティ
○	企業の所有権でのダイバーシティ
○	企業の指導的地位でのダイバーシティ
○	多様な従業員
△	身体障害
△	兵役経験者
△	性的少数者(LGBTQ)
△	取締役会メンバーおよびガバナンスの多様性
△	多様な才能を有する人材の採用など
△	ハラスメントおよび差別に対する方針
△	インクルージョンをめぐる組織的な方策
※	移民一世
※	ジェンダーで見た報酬の公平性

(注) ○は既に採用されている要素、△はデータの蓄積に着手している要素、
※は LPI スコアリングモデルに未採用の要素。

(出所) LPS より野村資本市場研究所作成

V 今後の注目点

以上見てきたように、米国の主な地方公務員退職年金基金等の運用において、投資方針に ESG 要因を正式に組み入れる動きが顕在化している。これは、投資判断の材料として ESG 要因の位置づけが向上していることの表れと言えよう。オレゴン州では、OIC が 2020 年 9 月に「投資および管理をめぐる方針書」を改定し、新たに「ESG 要因のインテグレーション」という項目を正式に追加したほか、イリノイ州では、投資方針等にサステナビリティ要因を組み入れることを求めるサステナブル投資法が 2020 年初から施行された。方針書、法律という形態の違いはあるものの、両州はいずれも、投資方針に ESG 要因を統合することが、投資先企業の持続可能性に着目することにつながり、ひいては長期的視点に立った運用パフォーマンスにプラスの影響を及ぼし得る、というスタンスに立っている。結果として、運用ポートフォリオの持続可能性にもプラスの影響を及ぼす公算が大きいと言えるのであれば、長期運用を担う州政府・地方公務員年金基金等にとって、ESG 要因の組入れによるプラスの効果が大きい。

また、サステナビリティ要因の中身について、イリノイ州のサステナブル投資法第 15 条「サステナブル投資方針の構築」や第 20 条「投資の意思決定の際にサステナビリティ要因を考慮すること」において、具体的な項目が列挙されている点は注目に値する。サステナブル（ESG）投資の意思決定の際に考慮すべき内容が包括的に並べられており、年金基金をはじめとしたアセットオーナーが ESG 要因の投資判断への組入れをしやすい素地を整えている。

一方で、投資判断の際に具体的に考慮すべき項目を確定できたとしても、投資判断への ESG 要因の組入れをめぐっては、対応すべき課題も少なくない。環境面（E）については、パリ協定において国際的な目標が明示されている気候変動がもたらすインパクトに絞れば、温室効果ガス排出量削減の達成度合いを計測するカーボンフットプリントをはじめとした指標が確立されている。また、気候関連財務情報開示タスクフォース（Task Force on Climate-related Financial Disclosures、TCFD）の勧告に基づく開示が浸透してきていることから、運用面へのインテグレーションが相対的に行いやすい。NYSCRF が 2040 年までに運用ポートフォリオにおける温室効果ガス排出量を実質ゼロにする方針を打ち出したのも、その証しであろう。NYSCRF や CalPERS をはじめとした米国の地方公務員退職年金基金等も、現在のところ ESG の中でも、とりわけ気候変動に焦点を当てた投資戦略計画を打ち出している。

しかしながら、同じ環境面（E）であっても、たとえば生態系システムのバランスの乱れや生物多様性の損失がもたらすインパクト¹⁴となると、計測指標の確立および関連情報の開示はこれからである。2020 年 9 月には、TCFD の生物多様性版に相当する自然関連財務情報開示タスクフォース（Task Force on Nature-related Financial Disclosures、以下 TNFD）導入に向けた取組みが始動したものの、TNFD が生物多様性をめぐる開示枠組みを確立させ、グローバルな普及を目指すのは 2022 年末とされる。中長期的な取り組みと言えよう。

社会的な側面（S）のインパクトの計測に目を向けると、さらに課題が多い。現在は投資判断の際に S 要素を組み入れることの重要性への認知度が高まっている段階であり、評価基準やスコアなどといった参考指標の確立にはしばらく時間がかかりそうである。そもそも S 要素は、E 要素と比べてその中身が多種多様であり、数値化しにくい特性がある。こうしたなかで、NYSCRF や CalPERS が 2020 年に委託先資産運用会社のダイバーシティ評価のスコアリング・ツールを導入した点は、取締役会のメンバー構成のみならず、ダイバーシティを多面的に評価するスコアを活用する点で大いに注目したい。

パリ協定からの離脱をはじめ、気候変動への消極的な対応が目立ったトランプ政権下においても、州レベルでは、気候変動を含む ESG 要因を重視した枠組みを着実に構築する取組み、さらには個別の地方公務員年金基金による ESG 投資拡充の取組みが出てきた点は、米国の多様性の表れであり、同国の一つの強みと捉えることもできよう。

2021 年に誕生するバイデン次期政権が ESG 要因に対して前向きな政策に舵を切る公算が大きいと捉えられているなかで、オレゴン州やイリノイ州の運用方針の考え方が、連邦レベルの取り組みに参照されていくのかは要注目であろう。こうした観点にも目を向けながら、州レベルの ESG 投資拡充の動きが加速していくのか、今後の展開を注視していきたい。

¹⁴ 生物多様性の損失がもたらすインパクトに関する詳細は、林宏美「生物多様性がもたらす金融リスクおよび機会への取組みー気候変動と並ぶ環境（E）ファクター」『野村サステナビリティクォーターリー』2021 年冬号、を参照されたい。