

中央調査報

(主な内容)

○ ESG 投資の潮流と 日本企業への影響	1
○ 告知板	8

ESG 投資の潮流と日本企業への影響

国際大学研究所 IUJ リサーチフェロー
阿由葉 真司

現在、年金資産など世界の運用資産の約 1/4、20兆ドルを超える資金が、環境、社会、ガバナンスの観点で投資銘柄を評価する ESG 投資といった手法に基づき、運用されている。本稿では、ESG 投資やグリーン・ファイナンスの世界的な潮流や日本企業や機関投資家に与える影響を概説する。

1. はじめに

世界的に ESG 投資やグリーン・ファイナンスへの関心が高まっている。ESG とは環境 (Environment)、社会 (Social) 及びガバナンス (Governance) ¹ の略語であり、年金基金等の機関投資家などが資金を運用する際にこれらの観点を考慮に入れ、国債や株式などの銘柄を選択し資金を運用する投資活動を意味する。

近年、世界的に企業や機関投資家が ESG 情報開示や投資について力を入れ始めている背景には、2015年の国連サミットで提唱された「持続可能な開発目標 (SDGs)」(図表 1) や 2016年に発効したパリ協定において定められた長期目

標の導入が挙げられる。

SDGs は国連加盟 193 国が 2016 年～ 2030 年の 15 年間で達成するために掲げた目標であり、貧困や飢餓削減からクリーンエネルギー活用、持続可能な都市づくり、気候変動対策といった 17 目標 169 ターゲットが設定された。これらの目標は達成状況についてモニタリングされることから、世界的に持続可能な成長に関心が集まるようになった。

同様に、パリ協定では世界の平均気温の上昇幅を、今世紀末時点で産業革命前から 2 度未満に抑えるという世界共通の長期目標が定められた。この目標達成には、今世紀後半の温室効果

1 環境であれば、エネルギー消費量や CO₂ 排出量などの数値が利用される。社会については、従業員の健康・安全や機会均等の方針の導入の有無など、ガバナンスについては、女性取締役の人数やポリティカルリスクや競争力指数などのインデックスが利用される。ESG スコアはこれらの指数を一定のウェイトを用いて合算したもの。具体的な統計項目については図表 2 を参照。

図表 1 持続可能な開発目標 (SDGs) の概要

目標 1	貧困をなくそう	目標 10	人や国の不平等をなくそう
目標 2	飢餓をゼロに	目標 11	住み続けられるまちづくりを
目標 3	すべての人に健康と福祉を	目標 12	作る責任つかう責任
目標 4	質の高い教育をみんなに	目標 13	気候変動に具体的な対策を
目標 5	ジェンダー平等を実現しよう	目標 14	海の豊かさを守ろう
目標 6	安全な水とトイレを世界中に	目標 15	陸の豊かさも守ろう
目標 7	エネルギーをみんなにそしてクリーンに	目標 16	平和と公正をすべての人に
目標 8	働きがいも経済成長も	目標 17	パートナーシップで目標を達成しよう
目標 9	産業と技術革新の基礎をつくろう		

(出所) JAPAN SDGs Action Platform (<https://www.mofa.go.jp/mofaj/gaiko/oda/sdgs/index.html>)

ガス排出を実質ゼロにする必要があり、参加各国は温室効果ガス排出削減の自主計画 (INDCs) を作成し、対策を実施する義務を負っている。現在、189カ国がこのINDCsを提出し、その実現に向け努力を続けているが、その実現には巨額²の資金が必要とされる。このため、世界の金融システムを気候変動に対応するように変える必要があると考えられるようになった。

また、世界各地をみると、気候変動の影響により多くの国々で飢饉や風水害といった被害が拡大し、特に、アフリカやアジアの低所得国ではその影響が深刻化している。こういった目に見える被害が拡大していることも、投資家が長期的な企業価値の向上という観点でESGを投資先の資産に影響を与える重要課題 (マテリアリティ) として真剣に認識するようになる契機となっている。

このように各国において持続可能な社会に対する関心や地球温暖化に対する危機感が高まりつつあり、投融資といった資金の流れそのものを持続可能な方向に振り向ける動きが世界的に広がっている。

2. ESG投資とその世界的な イニシアチブの歴史

ESG投資や金融システムのグリーン化の動きは今に始まったものではない。欧米では、社会的責任投資 (SRI) と呼ばれる、武器やアルコールなど宗教的価値観などに反する企業を投資対象から外すといった投資手法は古くから存在している。

しかし、1992年開催の環境と開発に関する国際連合会議 (リオサミット) を契機に、金融機関がより地球温暖化防止に貢献するべきであるという考え方が強まり、同年、国連環境計画 (UNEP) 主導により金融イニシアチブ (FI) が立ち上げられた。これを契機に金融と環境が結びつくこととなった。現在、FIには200社を超える世界の主要な金融機関が署名し、経済的発展とESGへの配慮を両立する金融システムの実現について議論を継続している³。

ほぼ同時期に欧州ではRobecoSAMといったESG格付会社が企業や国をESGに基づき評価する格付手法 (図表2) を開発し、ダウ・ジョーンズ、MSCIといった大手の金融サービス企業

2 OECDが発表したレポート (2017年) では、2016年から2030年までの間に毎年6.3兆ドルのインフラ投資が必要と試算されている。

3 日本からは13の金融機関が署名済み。

図表2 ソブリン ESG 格付の仕組み (RobecoSAM 社の事例)

ESGファクター	分野 ()はウェイト	統計/ インデックス	ESGファクター	分野 ()はウェイト	統計/ インデックス
環境ファクター(E)	環境ステータス (10%)	CO2排出量	ガバナンス ファクター(G)	効率性 (2.5%)	公共財の管理
		生態系多様性			政策対応
	エネルギー (2.5%)	エネルギー 使用量		法の支配 (2.5%)	財産権の 保護
		エネルギー ソース			
	環境リスク (2.5%)	環境リスク		説明責任 (2.5%)	政治への 参加度
		環境リスク 低減策			
社会ファクター(S)	社会指標 (10%)	社会厚生		汚職 (2.5%)	汚職水準
		労働環境と 公平性			透明性
	人材開発 (10%)	教育		安定性 (2.5%)	テロと 政治犯罪
		平均余命			政府の安定性
	社会の安定性 (5%)	政府への 信頼度		規制の強さ (2.5%)	自由化政策
		労働市場			ビジネスに 対する規制
ガバナンス ファクター(G)	自由と公平 (10%)	人権と自由	高齢化 (10%)	人口構成	
		不平等		高齢化に係る 施策	
	競争力 (10%)	人材と 技術革新	政府組織 の独立性 (5%)	金融政策の 独立性	
		社会インフラ		その他の 政府組織	
	政治リスク (10%)	国内政治リスク と効率性			
		対外関係			

(出所) RobecoSAM社資料より作成

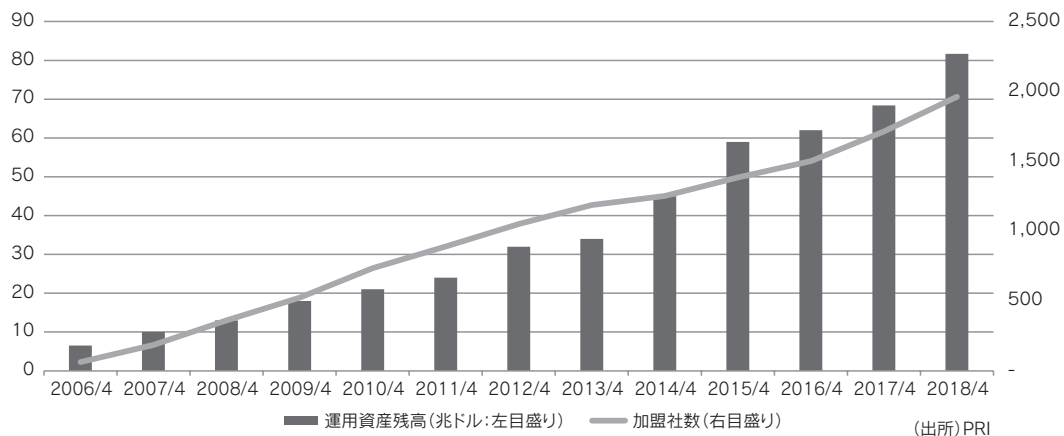
がこの格付を活用してESGインデックスを導入することなどを通じて、投資活動とESGがより密接に結びつくようになった。

更に、2005年には元国連事務総長のコフィ・アナン氏のイニシアチブにより、企業活動をより持続可能なものにするために環境等の情報開示の世界的な標準化を目指すPRI (Principles for Responsible Investment、責任投資原則) が提唱され、UNEP等のサポートの下、ESG情報の開示手法の標準化に取り組んでいる。PRI署名企業数は継続的に増加し、現在、世界で

2,000社近い企業が署名している⁴ (図表3)。2015年にはG20財務大臣・中央銀行総裁会議の議論を基に、金融安定理事会(FSB)が、気候関連財務情報開示タスクフォース(TCFD)を立ち上げた。2017年6月に発表された最終報告書では、気候関連リスクなどが財務諸表に及ぼす影響や情報開示、今後の主要課題が記されている。このTCFDガイドラインに遵守義務はないが、グローバル企業や金融機関が積極的に取り入れており、EUや英国等では同ガイドラインを公式の法規制に反映させる動きも出てきている。

4 日本企業は金融機関を中心に62社署名。

図表3 PRI加盟社数と運用資産残高の推移



賛同企業数も264社に達するなど、多くの企業から支持を得ている⁵。

また、2016年に中国杭州にて開催されたG20会合では、中国政府によりグリーンファイナンススタディグループ(GFSG)の設立が提案され、現在、このGFSGにおいて、中国政府と英国政府の共同運営の下、加盟国間でグリーン投資分野への民間資金を動員するための制度面での改善や手法について議論が進められている。

このように、環境やESG要素といった非財務

情報を考慮に入れた情報開示やフレームワークが重層的、且つ、全世界的に金融システムに導入されつつある。

3. 機関投資家のESG対応

機関投資家のESG対応も欧米諸国を中心に進んでいる。運用資産上位20機関のESG情報の開示状況を見ると、ノルウェー、オランダ、デンマーク、米国の8機関が既にESGレポートを発表済みであり、世界最大の年金基金である日本の

図表4 ESGレポートを発表している主な年金基金とその運用資産規模(2016年末)

名称	国	運用資産規模(百万米ドル)
年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)	日本	1,237,636
ノルウェー政府年金基金	ノルウェー	893,088
オランダ公務員年金(ABP)	オランダ	404,310
カナダ年金基金(CPP)	カナダ	235,790
オランダ厚生福祉年金基金(PFZW)	オランダ	196,461
カリフォルニア州教職員退職年金基金(CalSTRS)	米国	193,871
ニューヨーク州教職員退職年金基金	米国	184,461
オンタリオ州教職員年金基金	カナダ	130,642
デンマーク労働市場付加年金(ATP)	デンマーク	113,160

(出所) 運用資産規模は The world's 300 largest pension funds / Willis Towers Watson (2017/9) より

5 2018年4月時点。このうち、日本企業は8社。

年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)も初のESGレポートを8月に公表している(図表4)。

投資手法については、ESGを考慮に入れ投資銘柄を選定するネガティブスクリーニングやESGインテグレーションといった手法を中心に、投資先に対する対話と通じたエンゲージメントといった手法が活用されつつある。しかし、ESG投資の導入については、試行錯誤が続けられている。他社から購入したESGデータを基にポートフォリオの一部をスクリーニングする軽めの対応から、欧州の一部投資家のような独自のESG評価手法を構築しESG評価をポートフォリオ全体に組み入れる本格的対応まで様々となっている。

ESG投資の拡大には、投資家や資産所有者のESG投資に係るリスクやリターン、インパクトについての認識の変化が大きく影響している。従来、機関投資家は、受託資産の利回りを最大化するといったフィデューシャリー・デューティー(受託者の忠実義務)のためESG投資には懐疑的であったが、最近では、ESG投資が必ずしも投資利回りにマイナスに働かないという理解が共有されつつある。更に、ESG投資の広がりをビジネスチャンスと捉え、ESGに関心の高い資産所有者に対してESG要素を活用した投資商品も増加している。

巨額の運用資金を有する機関投資家が積極的にESGを用い投資銘柄を評価することは、企業のESGへの対応が企業価値に影響を与えることを意味する。実際に、先日、英国の資金運用会社が、気候変動の取り組みが不十分として日本企業2社を含む8社から投資を引き上げた⁶と発表

があった。

今年6月、G7シャルルボワ・サミットに先立ち、世界288機関の投資家がG7首脳に対し、(1)パリ協定目標の達成、(2)低炭素社会に向けた民間投資の加速、(3)気候関連財務情報開示タスクフォース(TCFD)に即した報告環境の整備の3点を要求する共同声明を発表している。

この共同声明に参画した機関投資家の運用資産総額は26兆ドルに達すると言われる。ESG投資やグリーン・ファイナンスが従来のSRI投資と一線を画している理由はその市場規模に求められる。資本市場を通じ企業活動に大きな影響を与えるため、より真剣な対応が企業に求められることとなろう。

4. 各国金融当局の対応

ESG投資や金融システムのグリーン化の動きは、特に、欧州諸国で活発である。例えば、フランスではすでに機関投資家の環境情報開示が義務化されている。また、今年3月にEU委員会が持続可能な成長に係るアクションプラン⁶を発表し、その中でESGの定義の標準化やその財政インパクトの計測手法、ESG報告の内容の向上など先進的な目標が掲げられている。

気候変動の影響を懸念するアジア諸国も急速に金融システムのグリーン化を進めている。例えば、中国では中国人民銀行等のイニシアチブの下、グリーンファイナンスガイドラインを導入済みであり、既にグリーンボンドの発行では世界有数の市場に成長している。

欧州とアジアの中央銀行などの金融当局が手を組む動きもみられる。2017年12月に気候変

6 EU Action Plan on Sustainable Development。

動による金融システムの不安定化に対する懸念を共通認識として、欧州5か国(英、仏、独、蘭、スウェーデン)の金融当局と中国人民銀行、シンガポール通貨金融庁(MAS)及びメキシコ銀行という8か国の金融当局が、環境や気候変動リスクを適切に管理するための情報開示制度などを議論するボランティアなネットワーク「気候変動リスクに係る金融当局ネットワーク」(NGFS)を立ち上げた。このネットワークに、モロッコ銀行、スペイン銀行、欧州中央銀行、オーストリア国立銀行、ベルギー国立銀行に加え日本の金融庁などが加わり、現在、欧州、アジア、北アフリカに亘る16機関のネットワークに拡大している。

日本では最近、金融庁が中心になり、ESG投資やグリーン・ファイナンスに対する枠組みづくりが進められている。2017年5月に日本版ステewardシップ・コードの改訂で、ESG情報の把握が機関投資家の責任として明確化され、本年6月には金融庁が上記のNGFSに加盟することとなった。このように、日本においても徐々に対応が進んでいる。

5. ESG投資及びグリーンファイナンスの市場規模

グローバル・サステイナブル・インベストメント・レビュー⁷によれば2016年のESG投資の規模は全世界で22.9兆ドルであり、その規模は全世界の運用資産の約1/4(26.3%)に達する。地域別で見ると、欧州の市場規模は12.0兆ドル(構成比52.6%)であり、ESG投資全体の過半を占める。米国は欧州に次ぐ8.7兆ドル(同38.1%)の市場規模となっている。この二市場を合計すると世界のESG投資の9割を占める。ESG投資においては、現状、欧米市場が中心であることが分かる。

一方、日本のESG投資の市場規模は4,740億ドルで、世界市場の2%を占めるに過ぎない。しかし、2年前の市場規模は70億ドルであり、市場が急速に拡大していることが分かる。また、欧州のESG投資は運用資産の過半に達する一方、日本の運用資産に対するESG投資の割合は3%程度である。これを鑑みれば、今後、日本においてESG投資が更に拡大することが期待されよう(図表5)。

図表5 地域別 ESG 投資のトレンド (単位: 10 億米ドル)

地域	2014	2016	構成比	増減率 (年率)	ESG 投資比率 (2016)
欧州	10,775	12,040	52.6%	5.7%	52.6%
米国	6,572	8,723	38.1%	15.2%	21.6%
カナダ	729	1,086	4.7%	22.1%	37.8%
豪州/ニュージーランド	148	516	2.3%	86.7%	50.6%
アジア (除く日本)	45	52	0.2%	7.5%	0.8%
日本	7	474	2.1%	722.9%	3.4%
全世界	18,276	22,890	100.0%	11.9%	26.3%

(出所) GSIA

7 Global Sustainable Investment Review. Global Sustainable Investment Association (GSIA) が2年毎に発行している。

また、気候債券イニシアチブ(CBI)が2018年1月に発表した「Green Bond Highlights 2017」によれば、CBI基準に適合するグリーンボンド発行額は世界全体で1,555億米ドルであり、2016年の872億米ドルから倍増している。このように、グリーン・ファイナンスやESG投資市場はその市場規模だけでなく、今後の成長性の観点でも魅力的と言えよう。

6. 今後のトレンド、日本企業への影響

このように、現在、金融市場において気候変動やESG情報を考慮した動きが、かなり早いスピードで進展している。このトレンドは、温暖化の影響による各国の関心の高まりを背景に、不可逆的なものであると言える。

すでに、企業はESG分野に関する適切な情報開示を行わないと、投資家よりESG対応をしていないと誤認されるリスクに晒されている。実際、サステナリックスなどのESG格付会社は日本企業も含め世界の上場企業の格付を実施済みであり、投資家はその評価結果を基に分析を実施している。投資家がESG情報を加味して投資先を評価する時代が到来しつつあり、ESG情報開示の質が企業価値に影響を与える可能性が高まっている。よって、金融機関や機関投資家も含め、日本企業はグローバルトレンドを見極め、適切に対応する必要がある。

ESGの評価や効果の測定は、まだ試行錯誤の段階と言える。ESG格付についても、その指標の取り方は各社様々であり、ESGレポートの内容も会社毎に違いがみられる。また、EUのハイレベルエキスパートグループ(HLEG)がEU諸

国間のESGの定義の標準化の必要性を提唱しているように、世界的にESGの定義が定まっていない。更に、非財務情報の開示には、かなりの労力が必要とされるとの指摘もなされている。ESGを取り巻く環境は流動的であり、その報告体制構築には十分な準備期間が必要とされる。情報収集も含め柔軟かつ早めの対応が望まれよう。

現在、多くの国が現在、自国の利益を反映させるべくESG投資のフレームワーク作りに積極的に参画しているが、残念ながら、現時点では、この分野における日本の存在感は高くはないと言える。一方、日本は世界有数の証券市場を有しているため、ESG投資の潜在力は非常に高いと言える。例えば、「世界の年金基金ランキング」⁸(2016年)によれば、運用資産において日本は米国(38.6%)に次ぐ2位(12.5%)の市場規模を有し、3位のオランダ(6.4%)を大きく引き離す存在感のある地位にある。この市場規模を活かし、ESG投資の在り方について積極的にイニシアチブを取ることは、ESG投資分野における国際競争力の向上だけでなく、世界的な低炭素化社会の流れに対する貢献にもつながることとなる。 (本稿は筆者の見解であり、所属機関やその関連組織の見解を示すものではない。また、本稿に有り得る誤りの全ては、筆者の責任に帰する。)

8 英コンサルティング企業ウイリス・タワーズワトソンが毎年発表している。

