

# ESG投資促進策は必要か？

## 政策立案当局における情報リテラシーの問題

政策立案に当たっては、課題となつていくフィールドの現状認識を踏まえて、あるべき方向性を探り、より良い状況にするための方策を検討するというプロセスが採られるはずだ。現状を認識するには、さまざまなデータ分析やヒアリング調査が行われるだろうが、新たな政策課題については、公的なデータがないので民間団体の調査に依拠することがあつても不思議ではない。しかし、用いた民間団体作成データが誤解を招きかねないものであつたとしたら、立案された政策自体の可否を改めて検討すべきだ。NGOなどが影響力を強める中で、政策を左右するデータ・情報の内容や精度を吟味し直す必要が生じる場合もあるのではないか。

大和総研金融調査部 主任研究員  
鈴木 裕  
すずき・ゆたか 大和総研で年金基金、アクティビスト・ファンDなどの株主行動を調査研究。機関投資家と事業会社とのコミュニケーションを支援。特に、近年のアベノミクスにおけるガバナンス改革に関心を持つている。

### 非財務情報開示を促す諸政策

ここ数年で次のような政策が実施されているか、あるいは検討が進められようとしている。

昨年9月に年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)が、資金運用においてESG(環境、社会、ガバナンス)の視点を反映させる国連責任投資原則(PRI)に署名した。

PRIは、2006年に国連グローバル・コンパクトが事務局となつて作成され、機関投資家はESGに配慮した責任ある投資を行うべきと宣言したものである。

GPIFは、投資先企業におけるESGを適切に考慮することが、被保険者のために中長期的リターンの拡大の基礎となる企業価値の向上や持続的成長に資するとの考えに基づ

いて署名した。

「運用受託機関に対して、国連責任投資原則の署名状況について報告を求め、署名しているのであれば活動状況および活動内容を、署名していないのであればその理由を説明するようそれぞれ求める」とのことなので、GPIFから資産運用の受託を目指す機関投資家は、ESGを考慮している証としてPRIへ署名

しなければならないと感じるだろう。11年10月には、環境省の主導によつてESGを考慮した金融行動のイニシアチブ「21世紀金融行動原則」が策定されている。この原則の実践方法を示す「運用・証券・投資銀行業務ガイドライン」では「例えば、投資判断を行う際、受託者責任に反しない範囲内で、ESG課題を投資判断要素として考慮し、投資対象企業に対して積極的に働き掛けを行うことを通じて、投資対象企業のESG課題への意識を高め、取り組みを進展させることができる。また、投資対象となり得る全ての企業に対して、必要に応じて適切なESG関連の情報の開示を求めることが期待される」と、金融・証券業界が投資

対象企業のESG課題への対応や、情報開示への取り組みに影響を及ぼすべきであるとの方向付けを行っている。

また、15年11月から始まった金融審議会「ディスクロージャーワーキング・グループ」では「企業のガバナンス強化や社会問題、および環境問題への関心の高まりなどにより、ESG情報をはじめとする非財務情報の開示の充実が求められる状況となっている」との認識が示され、非財務情報開示に関する検討が進められた。

結果的に「このような非財務情報については、(中略)任意開示の形で充実させていくことが考えられる」との結論に達している。

14年に策定された「日本版スチュワードシップ・コード」では、機関投資家は投資先企業の状況を的確に把握すべきとした上で、「把握する内容としては、例えば、投資先企業のガバナンス、企業戦略、業績、資本構造、リスク(社会・環境問題に関連するリスクを含む)への対応など、非財務面の事項を含むさまざまな事項が想定されるが、特にどのような事項に着目するかについては、

機関投資家ごとに運用方針には違いがあり、また、投資先企業ごとに把握すべき事項の重要性も異なることから、機関投資家は、自らのスチュワードシップ責任に照らし、自ら判断を行うべきである」と、ESGという用語を念頭に置いたと思われる投資手法に言及している。

15年のコーポレートガバナンス・コードでも企業の持続的な成長と中長期的な企業価値の創出を達成するためのさまざまな対応として「近時のグローバルな社会・環境問題等に対する関心の高まりを踏まえれば、いわゆるESG(環境、社会、統治)問題への積極的・能動的な対応をこれらに含めることも考えられる」とされている。

16年2月9日に、経済産業省は、持続的な企業価値を生み出すための企業経営・投資の在り方について、ESGや人的資本、知的資本等を視野に入れた総合的な検討を行うべく、「持続的な価値創造に向けた投資のあり方検討会」を設置することを公表した。

最も新しいところでは、社会保障審議会企業年金部会の16年4月28日会合で「近年、企業価値向上のため

に機関投資家の役割が重視されるようになっていくことを踏まえ、スチュワードシップ責任やESG投資について、運用受託機関の選任・契約締結を行う際の定性評価項目の一つとして例示することも考えられる」との提案が出されている。

これらの政策文書で言うESGを考慮した投資というのは、機関投資家が環境要因や社会問題、企業のガバナンス構造を考慮して株式や債券に投資をすることで、運用の成果を上げるだけでなく、付带的に社会全体の利益も達成し得るという考え方だ。

企業を取り巻く無数の要因の中から、なぜ環境、社会、ガバナンスの三つを選び取って一つのパッケージにしよとするか、はなはだ疑問だがここでは触れない。

このような投資はさまざまな用語で呼ばれてきた。社会的責任投資(socially responsible investment)、SRI、サステナブル投資(sustainable invest investment)、責任投資(responsible invest investment)、ESG投資(environmental, social and governance invest investment)'

インパクト・インベストメント(impact invest investment) などである。

それぞれの意味の違いを重視する見解もあり得るが、図表にも掲げた「年金SRI研究会平成25年度報告書」では「さまざまな呼称の細かな差異を議論する実益は乏しく、大括りに、財務情報だけでなく非財務情報も考慮する投資と捉えることが適切である」とされている。本稿では、引用部分以外はESG投資の用語を用いる。

前掲の諸政策は、いずれもESG投資を促進したり、そのための情報開示制度を提言したりしているが、これらの政策立案の前提となる現状認識はどのようなものだったのだろうか。

官庁の審議会や外郭団体の調査報告書を見渡すと、どうやらわが国のESG投資残高は、欧米に比べて極めて少ないと考えられているようである(図表参照)。こうした現状認識を一つの根拠として、ESG投資促進策が立案されたとみても不合理ではあるまい。しかし最近、その認識を覆すようなデータが公表されている。

〈図表〉政策文書におけるESG投資に関する現状認識の例

文書名	作成者	ESG投資の残高に関する認識
「平成26年版環境・循環型社会・生物多様性白書」	環境省	我が国では、海外に比べ、ESG投資が限定的です。ESG投資の規模は、欧米では年金基金を含む機関投資家による投資が中心であるのに対し、我が国では個人投資家による公募投資信託が中心であることから、欧米に比べて我が国では依然として非常に小さくなっています。韓国や南アフリカ共和国等では、公的年金基金がPRIに署名し、ESG投資に取り組んでいます。我が国では署名がなされていないのが現状です。我が国の総投資額に占めるESG投資の割合は、0.2%にとどまるとの調査結果もあります。我が国のESG投資に関する課題として、企業のESG情報の開示が不十分であることや、資金の運用慣行が短期的であり、環境等の非財務情報が考慮されにくいこと等が挙げられます。今後の非財務項目に関する情報開示基盤の拡充や、投資家に対する適切な情報提供を通じて、我が国におけるESG投資の一層の促進が求められます。
「環境と金融のあり方について～低炭素社会に向けた金融の新たな役割～」(平成22年6月15日)	中央環境審議会総合政策部会「環境と金融に関する専門委員会」	しかし、欧米と比較すると、我が国のSRIの規模は非常に小さい。その最大の理由は、年金基金などの機関投資家のSRIに対する意識がなお低く、その投資が少ないことにある。日本においては、SRIの中心は公募SRI投資信託であり、これに投資するのは基本的に個人投資家であるのに対し、欧米のSRIの中心は公募SRI投資信託ではなく、機関投資家による投資となっている。
「年金SRI研究会平成25年度報告書」(平成26年4月)	公益財団法人年金シニアプラン総合研究機構	日本の現状は低調であると言われるが、なぜ日本では低調なのだろうか。また、本当に低調なのか、問題は何か、議論の余地があるのではないだろうか。 日本が低調であるとして、これを普及することの是非も議論しておく必要がある。投資の1手法であるとする、これだけをことさらに取り上げて普及を図るべき理由はないだろう。しかし、意義を認めるのであれば、普及拡大を図るべきことに理由はあるということもできる。実際に普及の活動を行っているPRIなどの活動をどう評価できるかも論点だろう。  海外との比較で見て、日本のサステナブル投資は低調である。GSIAのレポート(注4)では、2011年末における世界の市場規模が13.6兆ドルであるが、うち日本は100億ドルに過ぎない。 原注4 GSIA, "Global Sustainable Investment Review 2012"
「目指すべき市場経済システムに関する報告」(平成25年11月1日)	内閣府「目指すべき市場経済システムに関する専門調査会」	日本のSRI市場規模は約0.7兆円、市場シェア約0.2%(2009年)であり、欧州(同約559兆円、同約39%(2009年))、アメリカ(同約258兆円、同約12%(2010年))と比較して小規模である(注31)。 原注31 経済産業省(2012)「最近のCSRを巡る動向について」

(注)日本のESG投資残高データの出所としてGSIAをあげる文書があるが、GSIA<sup>1</sup>はJSIFのデータをもって日本のESG投資残高としている。  
(出所)大和総研作成

8000億円か、26兆円か

わが国のESG投資の残高を調査集計してきたのは、NPO法人「社会的責任投資フォーラム」(以下、JSIF)という団体で、およそ1兆円以下(15年9月末の数値は8094億円)との数字を示し、欧米に比べると数百分の1であるとの認識を与えてきた。

しかし、最近になって調査集計の方法を変えたところ「サステナブル投資合計額は26兆6872億5600万円」(「JSIFは日本の機関投資家によるサステナブル投資の初のアンケート調査を実施 回答24機関によるサステナブル投資残高は26兆6千億円に!」16年1月15日)と、およそ33倍であるとの公表があった。サステナブル投資というのは、ESG投資の別名の一つだ。

JSIFでは「これまで公表数値として入手可能なSRI投資信託と社会貢献型

債券の残高を定期的に集計し、日本のサステナブル投資の市場規模として国内外に発表してまいりました」(「サステナブル投資の残高に関するアンケートへのご協力のお祝い」15年11月1日)が、「日本の機関投資家によるESG投資やエンゲージメントへの取り組みは、これまで実際よりも過小評価されているのご指摘もあり、また公表するのは早計とのご意見もいただいております。しかし、一方でESG投資に積極的な取り組みを公表される機関投資家も増えており、従来どおりのSRI投資信託残高と社会貢献型債券の集計数字のみ公表することは逆に誤解を招くことになる」と懸念されますとの判断に至ったのだという。

その結果「サステナブル投資(責任投資)残高調査」が、15年11月にアンケート形式によって行われ、従来認識とは桁数が二つ違う

1 Global Sustainable Investment Alliance "2012 GLOBAL SUSTAINABLE INVESTMENT REVIEW"(January 2013)

数値が公表されることとなった。引用文中カッコ内の「責任投資」もESG投資の別名だ。

### 誤解招きかねない情報が広範に

ESG投資と呼ばれる手法は、金融商品のマーケティング上の利用にとどまらず、政策的な後押しも行われてきたように思える。ESG投資を促進することで、金融商品の運用成果が改善する可能性があるだけでなく、より良い社会の形成につながるのと期待もあつて、特に年金基金等にESG投資の実施を促そうとする政策提言や調査レポートが、数多く公表されている。シンクタンクや大学の研究者による調査レポート、論文の中には、発行元が公的機関であつたり、公的助成を受けたりしたものもあり、政策立案への影響がないとは考えにくい。

従来JSIFが公表してきたESG投資の残高データの集計対象が、SRI投資信託と社会貢献型債券であることは明記されていたので、年金基金や保険を含む欧米のデータと比較するのは、適切さを欠くかもしれないと分かったはずだ。

筆者自身、「これほど大きな違い

があるということとは、比較の対象が異なっているのではないかと直感的に疑わせる」「日本のエコファンドや社会貢献型債券からイメージされる投資とは異なる手法が欧米のSRIの主流であるから、単純に資産額の多寡の比較によって何か示唆を得ようとするには慎重にならなければなるまい」（拙稿「年金運用におけるESG投資」企業年金連合会「企業年金」12年4月号）と誤解のない利用をすべきだと自戒してきた。

しかし、SRI投資信託残高と社会貢献型債券の集計値が「環境省や経済産業省など公的機関では日本のSRI残高の数値として認知されています」と当のJSIFが認めている通り、政策立案に近い場所でも「誤解を招くことになると懸念され」るデータに基づいて築かれた認識が広まっていると考えられよう。

2000年前後から年金基金の資産運用では、保有株式に関する議決権行使の適正化が進められたことは、よく知られているはずだ。投資顧問業者や信託銀行が、相次いで議決権行使ガイドラインを設けて、役員選任や買収防衛策に厳しい投票をする

ようになった。

「エンゲージメント・議決権行使」も、ガバナンス要因を考慮した投資、すなわちESG投資だと数えれば数十兆円に達しよう。欧米との比較で僅少だとの認識を示すには、こうした事実を知らなかったか、あえて目を背け続けていたということだろうか。

「誤解を招くことになると懸念されるデータに基づく認識が、実際の政策にどのような影響を及ぼしたのかは定かではない。しかし、例えば「株式運用において、財務的な要素に加えて、収益確保のため、非財務的要素であるESG（環境、社会、ガバナンス）を考慮することについて、検討すること」（「年金積立金管理運用独立行政法人中期目標」15年4月1日）といったGPIFに対する政策指示が、わが国におけるESG投資の現状認識と無関係に発出されたのだろうか。

また「平成26年版環境・循環型社会・生物多様性白書」で、ESG投資残高の国際比較を示した後に続く「今後の非財務項目に関する情報開示基盤の拡充や、投資家に対する適切な情報提供を通じて、我が国にお

けるESG投資の一層の促進が求められます」との記述と、金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループで示された「ESG情報をはじめとする非財務情報の開示の充実が求められる状況となつている」との現状認識は、一致しており、「誤解を招くことになると懸念されるデータであっても、ひとたび公的な文書で引用されれば、それが省庁や規制分野の枠を超えてさまざまな政策に影響を及ぼし得ることを示しているように思える。

### 政策課題の存否はデータ次第

JSIFが行つた「サステナブル投資（責任投資）残高調査」は、調査票を59の機関投資家に送り、回答数は28であつたというから全数調査にはなつておらず、実態を過小に評価している可能性がある半面、アセット・オーナー（委託者）とインベスメントマネジャー（受託者）の回答で同一の資金について双方で計上しているとすると、過大な評価になつている可能性もある。

ESG投資残高に関して33倍の開きのあるデータがJSIFから公表されるのと同じ時期に、JSIFの

データに依拠するのではなく、独自の調査を行う動きも表れている。

16年3月に公表された内閣府委嘱調査（委嘱先は日興リサーチセンタ―）『平成27年度資本市場における女性活躍状況の見える化と女性活躍情報を中心とした非財務情報の投資における活用状況に関する調査』報告書』では「日本の2015年時点のESG投資資産規模は48・6兆円となつている」とJSIFのデータの2倍近い数値が示されている。

こちらは、日本に本拠地を置くPRI署名機関のうち18機関にアンケート調査票を送付し、15機関から有効回答を得たというから、やはり全数調査ではなく過小評価の可能性はあるが、アセット・オーナーを調査対象から抜いているので、重複による過大評価の恐れは小さい。

こうしたデータの不安定さは、わが国固有の問題ではない。欧州のESG投資残高は07年から09年にかけてほぼ倍増したといわれたが<sup>2</sup>、その原因は、フランスにおけるESG投資の急増でほとんど説明できる。

フランスでは、07年に660億円であったESG投資が09年に1兆

8000億円でまで増加した。オスロ条約の発効によりクラスター爆弾の製造業者を投資対象から排除する基準を新規に導入した例や、特定の兵器製造に関する情報を総合的に投資判断の際の考慮に加える機関投資家が増えたためである。データの集計方法を変えたり、有力な機関投資家が投資方針書にわずかな変更を加えたりすれば、集計値は不連続に変るのである。

信頼できるデータを取りにくいからといって、政策対応を行うべきではないということにならないのは、もちろんだ。ESG投資の残高がどれほどであろうとも、投資促進策や情報開示を進めるべきという考え方はあり得る。しかし、その一方でESG投資残高が既に数十兆円の規模に達しており、何らかの不都合が生じているわけでもなさそうであれば、市場の自由に委ねることも考慮に値する。

英国では、ESG投資の一層の拡大を目指して、年金基金等の受託者に向けた社会・環境・倫理の考慮に関する規定を見直すべきだ、との強い要求が政府に出されたが、英国政府は法規制化を当面見送った。既に

年金基金等は、ESG要素を考慮した投資を盛んに行っていることや、多様な考え方があるこの種の投資の促進策を政府が後押しする必要性への疑問などを踏まえた結論だ。<sup>3</sup>

わが国のESG投資が少ないという理由で、その規模を拡大することが政策課題になつていたとすれば、データの集計方法見直しによつて政策課題の存否自体が変わることもあるのではない。仮にESG投資の現状いかんにかかわらず一層拡大することが望ましいとしても、政府が主導して矢継ぎ早に特定の、しかも一義的に明確でない投資手法の振興策を打ち出すことは適切を欠くのではない。

児童労働に関わる企業や地雷製造企業を投資対象から外す（ダイベストメント）のもESG投資なら、たばこやアルコール産業のダイベストメントもそうだし、太陽光発電プラントへの投資もESG投資だ。株主総会で議決権を適正に行使することもESG投資であるし、ESGに関する膨大な情報をそれぞれの機関投資家が総合的に勘案する（インテグレーション）こともESG投資だ。

原子力発電事業に関しては、地球

温暖化対策の視点から賛成という見解もあれば、事故リスクの評価によつては廃止すべきという主張もESG投資としてくらわれる。火力発電プラントでも、二酸化炭素（CO<sub>2</sub>）排出故に反対という立場もあれば、途上国でのインフラと考えるとESG投資の範ちゅうに入るのではないだろうか。

多様なESG投資の中からどのような取り組みを、たとえば「運用受託機関の選任・契約締結を行う際の定性評価項目」（社会保障審議会企業年金部会）にするというのか。厚生労働省、環境省、経産省などが競い合うかのようにESG投資に言及しているが、振興すべきESG投資の具体像は、果たしてどの程度一致し共有されているのだろうか。

<sup>2</sup> Eurosif 「European SRI Study 2010」

<sup>3</sup> Department for Work and Pensions "Better Workplace Pensions: Reducing regulatory burdens, minor regulation changes, and response to consultation on the investment regulations: Public consultation and Government response" (November 2015)