

# G S I A 統計からみる 米欧日のESG投資動向

## 受託者責任のとりえ方の違いが ESG投資の選好にも影響か

日本の資産運用業界におけるESG投資への取組みは、欧米と比べて限定的だったが、2015年9月に年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)が国連の責任投資原則(PRI)に署名したことを契機に、わが国でも取組みが広がりにつつある。本稿では、今年3月に公表されたGlobal Sustainable Investment Alliance(GSIA)の統計からESG投資の動向を紹介し、受託者責任との関係を考える。

### 欧米を中心に ESG投資が急速に浸透

ポートフォリオの選定や管理に環境・社会・ガバナンス(ESG)の要素を考慮する長期的視点に立つ投資手法を、ESG投資やサステナブル投資、責任投資、SRI(Socially Responsible Investment)などと呼び(注1)、近年、機関投

資家の間で広がりをみせている。ESGの考え方を提起したのが、2006年に国際連合が策定したPRIである。PRIは、投資分析や意思決定プロセスにESGの課題を組み込むことや、投資先企業にESG問題に関する開示を求めることなどからなる六つの原則で、賛同する多くの機関投資家が署名している。PRIが公表された当初、署名機関は68機関(運用資産2

兆<sup>ドル</sup>超)にすぎなかったが、現時点で1753機関(同68兆<sup>ドル</sup>超)へと増加し、日本からも59機関が署名している(注2)。

ESG投資の規模については、各国の調査機関の国際ネットワークであるGSIAが隔年で運用資産額を集計している。最新の調査結果によれば、世界のESG投資の運用資産額は16年初時点<sup>ドル</sup>で14年比25・2%増の約23兆<sup>ドル</sup>に達し、世界の全運用資産

の26・3%を占めているという(図表1)。また、その地域別内訳をみると、欧州が52・6%、米国が38・1%を占めるのに対し、日本は2・1%にとどまっている。

### 非財務情報への 認識の高まり

一口にESG投資といっても、その類型は図表2に示したよう



大和総研 政策調査部  
研究員 物江 陽子

## GSIA統計からみる米欧日のESG投資動向

に多岐にわたる。6割以上で採用されている「ネガティブ・スクリーニング」とは、特定のビジネスにかかわる企業を投資対象から除外する手法である。また、「ESGインテグレーション」は、投資判断においてESG要素を考慮する手法であり、「エンゲージメントと株主行動」とは、株主として投資先企業に企業行動の改善を求める手法である。そのほか、国際規範遵守の観点から投資先企業をスクリーニングする「国際規範スクリーニング」、ESGパフォーマンスの優れた企業に投資する「ベスト・イン・クラス」や社会的・環境問題の解決を目的とする「インパクト・インベストメント」といった手法もある。その手法を問わずESG投資に通底するの

〔図表1〕 世界のESG投資運用資産額(16年初、地域別)

地域	ESG投資運用資産額 (10億ドル)	構成比 (%)	変化率 (14年比、%)	運用資産に占める ESG投資の比率 (%)
欧州	12,040	52.6	11.7	52.6
米国	8,723	38.1	32.7	21.6
日本	474	2.1	-	3.4
その他	1,654	7.2	312.3	89.2
全体(計)	22,890	100.0	25.2	26.3

(注) 日本については2014年と16年で調査対象が異なる。

(出所) GSIA「2016 Global Sustainable Investment Review」(2017) から大和総研作成。図表2、3も同じ。

〔図表2〕 世界のESG投資運用資産額(16年初、投資手法別)

投資手法	運用資産額 (10億ドル)	構成比 (%)	変化率 (14年比、%)
ネガティブ・スクリーニング	15,023	65.6	24.7
ESGインテグレーション	10,369	45.3	37.7
エンゲージメントと株主行動	8,365	36.5	41.3
国際規範スクリーニング	6,210	27.1	41.6
ベスト・イン・クラス	1,030	4.5	15.7
サステナビリティに関するテーマ型投資	331	1.4	140.5
インパクト・インベストメント	248	1.1	145.8
全体(計)	22,890	100.0	25.2

(注) 同時に複数の手法を採用する運用があるため、全体に占める割合の合計は100%を超える。

は、社会の持続可能性に対する問題意識である。PRI策定に際して、当時の国連事務総長コフィ・アナン氏は、「金融は世界経済の原動力となっているものの、投資判断には環境・社会・ガバナンスの視点—いいかえれば持続可能な開発の原則が、十分に反映されていない」と指摘している。つまり国連は、ESG投資を通じて経済社会を持続可能なものとしていくことへの貢献を金融機関に期待している。国連の呼びかけにノルウェー政府年金基金やカリフォルニア州職員退職年金基金（カルパリス）などの機関投資家が呼応してPRIが起草され、賛同する機関投資家が増えるにつれ、ESG投資は拡大してきた。

ESG投資が拡大してきた背景には、機関投資家を取りまく環境の変化もあろう。一つには、企業価値評価における非財務情報的重要性が認識されるようになり、企業の情報開示が進んできたことである。13年に国際統合報告評議会（IIRC）が国際統合報告フレームワークを公表し、統合報告書を公表する企

業も増えてきた。EUや南アフリカ、英国など、非財務情報の開示を制度化する国も出てきている。また、非財務情報の開示が進むにつれ、ESG情報サービスも拡充されてきた。企業のESG情報は長らくSRI専門調査機関が提供してきたが、大手の金融情報サービス会社各社も提供するようになっていく。機関投資家が、金融に関する一般的な情報端末上で、企業のESG情報に容易にアクセスできるようになったことで、ESG投資はますます一般的なものとなる方向にある。

### 地域により異なる 投資家の選好

実は、ESG投資への選好は、地域によりかなり異なっている。ESG投資で圧倒的なシェアを誇る欧州では、ネガティブ・スクリーニングの比率が最も高い（図表3）。こうした違いの背景には、受託者責任のとらえ方の違いが影響しているとみられる。

〔図表3〕

ESG投資運用資産の内訳（16年初、投資手法別・地域別）

（単位：%）

投資手法	欧州	米国	日本
ネガティブ・スクリーニング	91.9	41.0	3.9
ESGインテグレーション	24.0	66.6	25.3
エンゲージメントと株主行動	38.7	29.3	61.2
国際規範スクリーニング	46.1	-	11.8
ベスト・イン・クラス	4.5	2.8	5.3
サステナビリティに関するテーマ型投資	1.3	0.8	1.8
インパクト・インベストメント	0.9	1.4	1.7
全体（計）	100.0	100.0	100.0

（注）各地域で最も高い比率をアミ掛けで示した。同時に複数の手法を採用する運用があるため、全体に占める割合の合計は100%を超える。

米国でESGインテグレーションが多いのは、ESG要因が投資のリスクやリターンに影響するならば、それらの要因を考慮することは受託者責任に反しない、という考え方があるからのように思える。実際、上述したようにESG情報サービスは拡大しており、企業価値分析に役立つ非財務情報として活用が進んでいる。

一方、欧州でネガティブ・スクリーニングが多いのは、年金加入者の倫理的な運用を求める考えをくみ取り、受託者責任をより広くとらえる傾向があるからではないか。欧州におけるネガティブ・スクリーニングの基準では、武器やタバコなどのビジネスが対象となっており、リスク評価というより倫理的な観点によっているようにみえる。欧州では、運用機関にクラスター爆弾や対地雷関連企業への投資を法律で禁じている国も多く、法令遵守の観点もある。

このような米欧の受託者責任のとらえ方の違いを反映してなのか、GSIAのレポートのものになった欧州と米国の調査機

関による投資家調査で、SRI（ESG投資）に取り組む理由を問う質問に対して、欧州では受託者責任が回答の1番目にあがったが、米国では回答の選択肢7項目中6番目と優先順位が低かった（最も多かった回答は「顧客の需要」）。

## ERISA法解釈通達で受託者責任との関係を整理

米国では、受託者責任は従業員退職所得保障法（ERISA法）で定められており、同法は年金の資産運用に大きな影響を与えている。SRIは投資リターン以外の社会的な便益も目的としているため、受託者責任に反するのではないかという見方があり、労働省からERISA法におけるSRIと受託者責任の関係について、幾度にもわたり解釈通達が出されてきた。

15年10月に出示された現行の解釈通達では、それまでの解釈が、受託者がSRIを考慮することを過度に抑制していたとして、SRIと受託者責任の関係があらためて整理された。具体的に

は、年金資産の受託者は投資のリスク・リターンに影響する可能性がある要因を適切に考慮すべきであり、ESG問題が年金投資の経済価値に直接関係すると考えられる場合、ESG問題は投資判断のための主要な分析対象となりうる、との認識が示された。つまり、ESG要因が投資のリスクやリターンに影響するのであれば、それを考慮することは受託者責任に反しないということになった。

## 英国法律委が受託者責任との関係明確化を促す

一方、欧州におけるSRI投資拡大の契機は、英国における00年の年金法改正といわれている。この改正では、投資対象の選択・保有・売却の際に社会・環境・倫理を考慮しているか、考慮しているとすればどの程度か、ということについての方針開示を、年金基金の受託者に義務付けた。これにより、社会・環境・倫理を考慮することを推奨までしているわけではないものの、考慮自体は認められたと

受けとめられた。その後、ドイツやフランス、スウェーデンといった他の欧州諸国でも同様の制度が導入され、欧州におけるSRIの拡大に寄与したとされている。

ただし、英国年金法の規定では、受託者責任とSRIの関係が必ずしも明確になっていなかったため、その後の受託者責任に関する議論のなかで、それを明確化すべきかが論点になった。英国の法定独立委員会である法律委員会は、14年に「受託者は、倫理的な、またはESGの問題が財務的に重要と考える場合、それらの問題も考慮すべきである」「年金加入者が同じ見解を共有していると考える十分な理由があり、重大な財務上の損失リスクがなければ、その他の非財務的な事項を考慮することも可能」といった見解を示した。そのうえで、受託者が財務要素と非財務要素を区別できるように規定を見直すべきと提言した。結果的に見直しは見送られたが、英国法律委員会の見解は米労働省の見解とはかなりトーンが異なる。

## 日本ではGPIFが牽引役に

日本では、15年から日本サステナブル投資フォーラム（JSIF）による機関投資家を対象としたESG投資（サステナブル投資）に関する調査が開始され、調査結果が図表1〜3のGSEAの統計にも反映されている。同調査によれば、日本でもESG投資は一定の広がりを見せている（注3）。なお、日本では金融商品取引法で受託者責任（忠実義務および善管注意義務）が定められているが、SRI（ESG投資）との関係は明確ではない。ただし、近年のガバナンス改革の文脈で機関投資家とESGの関係が言及される機会が増えており、機関投資家の責任としてESGも考慮すべきとの見方が示されている。

まず、14年に金融庁の有識者検討会が、機関投資家の行動規範である「日本版スチュワードシップ・コード」を発表した。これは、投資先企業の持続的成長を促し、顧客・受益者の中長

期的な投資リターンの拡大を図るための機関投資家の行動規範原則を定めたものである。この原則のなかで、機関投資家が把握すべき投資先企業の状況の例として、ガバナンスや、社会・環境問題に関連するリスクへの対応などがあげられた。同コードは16年12月27日時点で214機関の機関投資家が受け入れを表明している。17年1月から同コードの改訂に向けて金融庁で

有識者検討会が開催され、ESG要素の企業価値への影響も論点となった。5月には同コードの改訂版が公表され、ESGの位置付けはさらに明確化された。把握すべき投資先企業の状況の例として、「事業におけるリスク・収益機会（社会・環境問題に関連するものを含む）及びその対応など」があげられ、「社会・環境問題に関連するもの」の脚注には「ESG要素」という言葉が記された。

また、15年9月にはGPIFがPRI署名機関となった。GPIFは、同月発表した「ESGの取組みに係る基本方針」に

ついて、「投資先企業におけるESG（環境・社会・ガバナンス）を適切に考慮することは（中略）『企業価値の向上や持続的成長』に資するものと考え」と述べ、「スチュワードシップ責任を果たす一環として、ESGへの取組みを強める」方針を示した。具体的には、運用機関にESGを考慮したエンゲージメントを求めていくほか、ESGを考慮したアクティブ運用などにも取り組むという。

16年には企業や海外アセットオーナーとの意見交換の場として複数のフォーラムを開催したほか、ESG指数の公募開始、スチュワードシップ推進課の設置や水野弘道最高投資責任者のPRI協合理事への就任など、GPIFはESGに対する取組みを強めている。17年7月に公表されたESG指数は、機関投資家のみならず、評価対象となる本邦上場企業の関心も集めている。GPIFという世界最大級の年金基金の動きにも触発され、日本においても、ESGへの取組みはさらに広がっていくだろう。

（注）1 ESG投資には確立した定義がなく、狭義ではサステナブル投資の低位分類であるESGインテグレーションをさすケースもある。わが国では広義、つまりサステナブル投資や責任投資、SRIと同義に使われるケースが多い。本稿でもESG投資とSRIの双方を同義の用語として用いる。

2 17年7月3日時点。運用資産については同年4月時点。

3 日本サステナブル投資フォーラム「サステナブル投資残高調査2016」（2016）。数字上はエンゲージメントの比率が高いが、調査の制約もあり、JSIFは、「ESGのテーマに関するエンゲージメントが多」くの機関に広まるのはまだこれからのようだ」と述べている。

### ものえ ようこ

欧州政府系機関等を経て、08年に大和総研入社。ESG投資および環境・エネルギー政策等の調査分析を担当。日本証券アナリスト協会検定会員。