

# ESG投資

## ～倫理としてのSRIから企業価値評価 の手段として～

河口 真理子

### 要 約

環境や社会的な取り組みを投資の判断基準に加えたESG投資の世界市場は2012年で13.6兆ドル、運用金融資産の22%に上っている。市場拡大を支えているのは主に欧米の公的年金である。彼らは、気候変動などの地球環境問題の深刻化などから、投資の際に企業の財務的側面に加えて環境や労働人権などの取り組みを考慮することは、より精緻な企業評価につながるからとしている。ただ従来は、環境や社会性の情報（ESG情報）の入手は困難で、さらに入手できたとしてもその評価の仕方が分からなかった。しかし、最近では金融情報プロバイダーがESG情報発信を積極化させ、企業価値に結び付けるノウハウも蓄積されてきた。また2013年末には環境社会情報と財務情報を経営戦略の面から統合して報告する統合報告のフレームワークも公表され、ESG情報と評価手法の充実が期待される。

なおESG投資は年金だけでなく、個人投資家との親和性も高いと考える。被災地応援ファンドの人気をみても、「世のため人のため」になる企業に共感し応援したいと考える人は日本には多い。NISA向けにもESG投資は有望と考えられる。

### 目 次

1. SRIからESG投資へ
2. ESG投資の意義
3. ESG情報開示とESG評価
4. 日本市場への示唆

## 1. SRIからESG投資へ

### 1) はじめに

地球環境問題に対する関心が広がり、経営戦略としてのCSR活動に着目する企業が増える中で、世界的には投資判断プロセスに投資対象の環境や社会的側面を考慮するESG投資が広がっている。2013年1月に発行された“Global Sustainable Investment Review 2012” (Global Sustainable Investment Alliance)<sup>1</sup>によると、ESG投資の世界市場規模は13.6兆ドル(約1,220兆円)で、運用会社などによって運用される全金融資産の22%に相当するとされる。このESG投資は、長らく社会的責任投資あるいはSRI (Socially Responsible Investment) と称されてきた

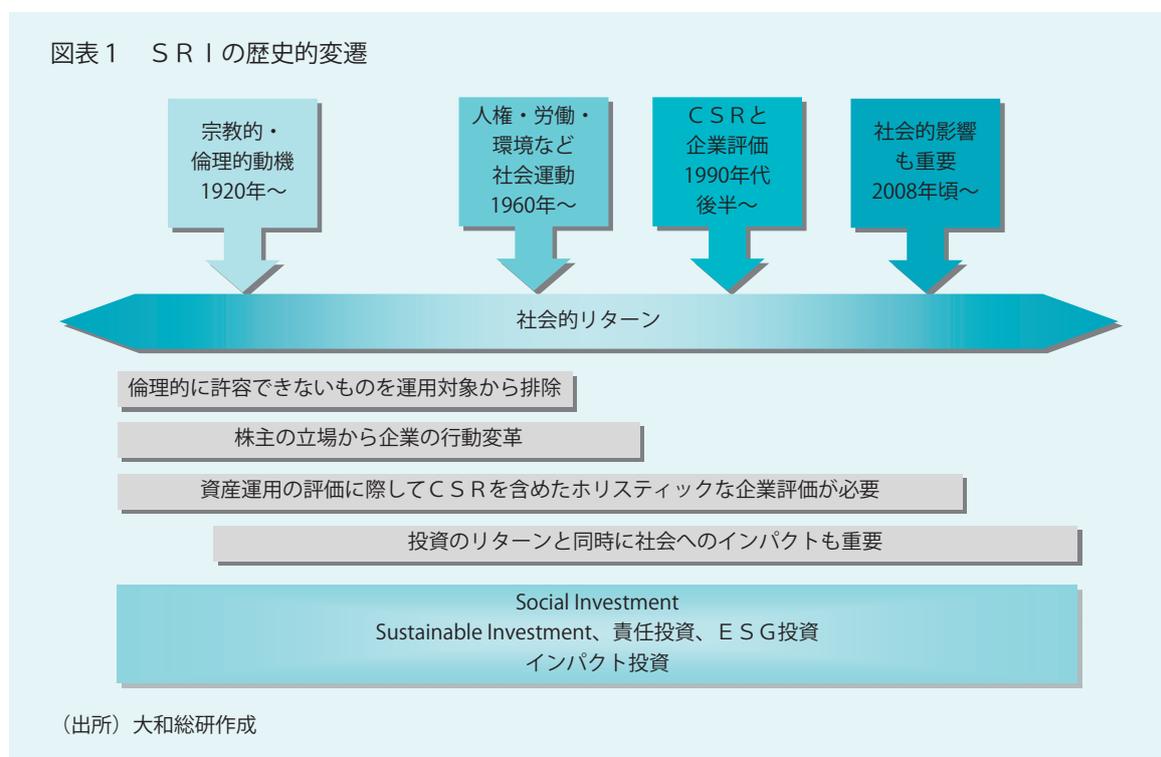
投資手法の発展型である。本論では、SRIからESG投資への進化の経緯とESG投資の意義、およびESG情報とその評価、また今後のESG市場の展望について検討していく。

### 2) ESG投資の歴史

図表1にはSRIの発生から現在のESG投資に至る経緯を示した。

①最初のSRIは宗教上の倫理的動機から始まったといわれる。米国で1920年代、キリスト教会の資金を運用する際に、たばこ、アルコール、ギャンブルなど、教義から許容しがたい業種を投資対象からはずしたのがSRIの発端とされる<sup>2</sup>。宗教的倫理感をベースにした運用なので、ethical investment (倫理投資) とも称される。

図表1 SRIの歴史の変遷



1) <http://www.gsi-alliance.org/resources/>

2) エイミー・ドミニ著 (山本利明訳)『社会的責任投資』木鐸社 (2002年9月)、p.226によれば、理論的なバックグラウンドは、18世紀に始まったとされる。実際の金融商品としては、1928年にPioneer Fundが設定されている。

なお、こうした特定の会社や事業を排除する S R I の方法はネガティブスクリーンによる運用に分類される。

②次に生まれたのが社会運動としての S R I である。これは、主に株主行動によって行われる。第二次世界大戦後そして 1960 年代以降、米国では公民権運動、反アパルトヘイト運動や反戦運動などの社会運動が盛り上がったが、こうした社会運動の一手段として株主行動が注目されるようになった。1969 年にはベトナム戦争で使われたナパーム弾を製造しているダウケミカルに対して、ナパーム弾の製造中止を求める株主提案が行われた。著名な消費者運動家であるラルフ・ネーダー氏が、「キャンペーン GM」運動を主導したのもこの時期である。ネーダー氏を中心とした社会運動家グループは、GM（ゼネラル・モーターズ）の 1970 年の株主総会で、取締役会の多様性の要求と、社会的責任についての監査・忠告を行う株主委員会の創設の、2 つの株主提案を提出した。翌 1971 年にはアパルトヘイト政策を行っている南アフリカ共和国から撤退を求める株主提案が提出された。これらは株主総会で否決されたものの、GM は結局、サリバン牧師を初の黒人取締役として任命し、公共政策委員会を設立し、ネーダー氏の主張を一部受け入れる形となった。

このように企業の行動に影響を与える「株主行動」はその後も継続し、最近ではエンゲージメントといわれ、株主提案を提出するだけでなく、経営層と直接にコミュニケーションを図って企業行動を変えていくなどの手法は、欧米の公的年金を中心に広く活用されている。

③以上のような宗教や倫理から始まった S R I に対し、純粋に企業評価の観点から E S G 要因に

注目する考え方が 1990 年代に広まってきた。契機は環境経営の浸透である。80 年代までは企業にとって積極的な環境保全対策は「余分なコストをかけるので、企業価値にマイナス」という認識が一般的であった。しかし、1996 年の環境マネジメントシステム ISO14000 シリーズの発行に伴い、環境マネジメントシステムを導入する企業が急増すると、企業の環境対策は効率性・生産性向上につながるという認識が広がり始めた。例えば工場の省エネや省資源は、CO<sub>2</sub> や廃棄物という環境負荷削減と同時にエネルギーや原材料コスト低減につながる。また、ビールの絞りかすなど植物性廃棄物を肥料などに商品化すれば、廃棄物コストの削減と売上への貢献が期待できる。今や自動車や家電、住宅市場において「省エネ」「エコ」は製品の競争力の源泉である。一方、投資家にとって環境経営へのコミットメントの有無は経営者の長期的視点に基づく経営能力を判断する材料ともなる。環境以外にも、食品の安全性問題、工場の爆発事故、内部告発による不祥事や、途上国の下請け工場での児童労働の発覚など様々な C S R に関わる問題は、企業の操業やブランド価値に影響を与えることも理解されるようになってきた。

なお、こうした E S G 情報を企業評価に組み込む主な方法にはポジティブスクリーニングとインテグレーションがある。ポジティブスクリーニングは、E S G の評価と財務で評価をそれぞれ別個に行い、両者を合体させて両面から優れた銘柄を選ぶという手法である。それに対して過去 10 年ほど前から注目されてきたのがインテグレーションである。これは E S G に関する C S R 活動とその財務的な影響を統合して

一つの価値創造として評価する手法である。インテグレーションは欧州の年金基金などで採用されるケースが増えている。その背景にはパフォーマンスの向上目的以外に、株主責任・投資家責任がある。投資家が企業のESG要素を評価すれば、企業のCSR戦略を促進し、社会の持続可能性を高めることにつながると考えられるからだ。

- ④リーマン・ショック以降、投資家のリターンや社会的責任の立場からESGに着目するだけでなく、その投資が社会に与える影響（インパクト）に着目した投資—インパクト投資—が注目されるようになった。これは主に、世界銀行など公的な金融機関が、その資金用途を「温暖化対策」や「途上国の貧困撲滅」など社会的課題解決に特定して発行する債券への投資を指すことが多い。

株式投資の場合、その企業のESGの取り組みを評価して投資したとしても、その投資資金が直接企業のCSR活動に使われることはない。市場でその株式を売却した投資家の手に渡ることになる。これは環境などで頑張っている企業こそを応援したいという個人投資家にとっては違和感がある。これに対し、インパクト投資型債券であれば、アフリカに学校を建てる、子どもたちにワクチンを打つ、再生可能エネル

ギー発電を行うなど、具体的なプロジェクトに自分の投資した資金が使われることがはっきりしている。自分のお金を通じて社会的課題解決に貢献したい、と考える個人投資家や社会貢献の財団などから広く支持されるようになった。

### 3) 責任投資原則 (PRI ; Principles for Responsible Investment)

欧米の公的年金など機関投資家が主導するESG投資市場拡大を牽引しているのが、責任投資原則 (PRI ; Principles for Responsible Investment) である。これは、2006年4月にコフィー・アナン国連事務総長(当時)の発案で、国連グローバル・コンパクトと、国連環境計画・金融イニシアティブが協同して策定したものである。図表2にはその理念を表した前文、図表3には6つの原則を示した。前文では、投資家としての社会に対する責任が明確に謳われている。ESG投資という言葉を生み出したのもこの前文である(注: PRIの名称が責任投資原則ということから、ESG投資の代わりに責任投資と称されることも多いが、本稿では混乱を避けるためにESG投資に統一する)。

一方でPRIは彼らの投資手法の名称をSRI(社会的責任投資)ではなくSを除いたRI(責

図表2 責任投資原則前文

私たち機関投資家には、受益者のために長期的視点に立ち最大限の利益を最大限追求する義務がある。この受託者としての役割を果たす上で、(ある程度の会社間、業種間、地域間、資産クラス間、そして時代毎の違いはあるものの) 環境上の問題、社会の問題および企業統治の問題 (ESG) が運用ポートフォリオのパフォーマンスに影響を及ぼすことが可能であることと考える。さらに、これらの原則を適用することにより、投資家たちが、より広範な社会の目的を達成できるであろうことも認識している。(太字筆者) したがって、受託者責任に反しない範囲で、私たちは以下の事項へのコミットメントを宣言する。

(出所) 「責任投資原則—日本語版」  
[http://www.unepfi.org/fileadmin/documents/pri\\_jpn.pdf](http://www.unepfi.org/fileadmin/documents/pri_jpn.pdf)

図表3 責任投資原則

1	私たちは投資分析と意志決定のプロセスにE S Gの課題を組み込みます。
2	私たちは活動的な（株式）所有者になり、（株式の）所有方針と（株式の）所有慣習にE S G問題を組み入れます。
3	私たちは、投資対象の主体に対してE S Gの課題について適切な開示を求めます。
4	私たちは、資産運用業界において本原則が受け入れられ、実行に移されるように働きかけを行います。
5	私たちは、本原則を実行する際の効果を高めるために、協働します。
6	私たちは、本原則の実行に関する活動状況や進捗状況に関して報告します。

（出所）「責任投資原則—日本語版」

[http://www.unepfi.org/fileadmin/documents/pri\\_jpn.pdf](http://www.unepfi.org/fileadmin/documents/pri_jpn.pdf)

任投資）としている。これは倫理や価値観の印象が強いSRIと一線を画し、企業価値評価を全面に押し出すためである。受託者責任として、年金基金や運用担当者が個人的な倫理観や価値観を優先した運用を行うことは禁じられる。運用の受託者には最大限の努力と注意をもって受託した資産のパフォーマンスの最大化を図る義務がある。E S G要因を倫理観から考慮することは違反となる。しかし企業評価向上の目的なら受託者責任上も認められることになる。むしろ企業評価にあたっては財務情報だけでは不十分で、E S Gを考慮することが受託者責任上必要という考え方も最近では有力となっている<sup>3</sup>。この新たな解釈は年金によるE S G投資を加速化させることになった。

ちなみにE S G投資というと、「財務データよりE S Gを優先させるのか？」とか、責任投資というと、「それ以外の投資は無責任なのか？」という反論に遭う。確かに言葉だけを捉えるとそういう誤解を生みやすい面もある。しかし本来あるべき姿は、財務情報と同じようにE S G要因を考慮す

ることが当たり前になることであり、現在はその過渡期にあたるのもいえるのではないか。

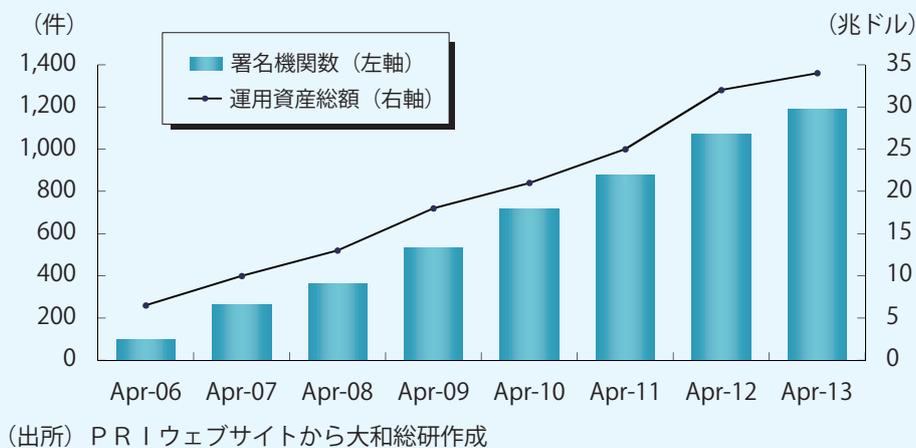
責任投資原則の署名対象機関には、年金基金などの資産所有者、投資顧問などの運用機関、およびコンサルや情報提供などのサービス機関の3種類がある。2006年4月の策定時は、欧米の主要公的年金や運用会社を中心とした20の署名機関（運用資産総額2兆ドル）からスタートした。主だった署名機関は米国のCalPERS、ノルウェー政府年金基金、タイ政府年金基金、ミュンヘン再保険、NY州職員退職年金基金、英国のハーミーズ、オランダのABN Amro Asset Management、スイスのBank Sarasinなどで、日本では、住友信託銀行、損保ジャパン、大和投資信託委託、三菱UFJ信託銀行およびキッコーマン年金基金が署名した。2014年3月現在、署名機関は1,248機関（資産所有者268、運用機関798、サービス機関182）と広がっているが、日本の署名機関は29機関（資産所有者6、運用機関18、サービス機関5）にとどまる<sup>4</sup>。日本の署名機関数のシェア

3) 受託者責任の考え方については、Freshfields Bruckhaus Deringerの報告書が詳しく整理している。

[http://www.unepfi.org/fileadmin/publications/amwg/freshfields\\_legal\\_resp\\_20051123.pdf](http://www.unepfi.org/fileadmin/publications/amwg/freshfields_legal_resp_20051123.pdf)

4) 資産所有者は、キッコーマン年金基金、フジ厚生年金基金、太陽生命保険。運用機関は、住友信託銀行、損保ジャパン、大和投資信託委託、三菱UFJ信託銀行、中央三井信託銀行、みずほ信託銀行、日興アセットマネジメント、ニッセイアセットマネジメント、リソナ信託銀行。サービス機関はグッドバンカーなど。

図表4 PRI署名機関数と運用資産総額推移



はわずか2.3%で、日本のSRI市場が小さいのもうなずける。図表4に署名機関数と運用資産総額の推移を示した。2008年のリーマン・ショック後も順調に拡大し、2013年4月時点での署名機関の運用資産総額は35兆ドル弱にも上っている。

#### 4) 公的年金とESG投資

PRIの推進において重要な役割を果たしているのが公的年金基金である。オランダの公務員年金のABPでは、「基金の第一の義務は、加入者に可能な限り最高のリターンを還元すること。だがこれに加えて、基金の規模からその資本市場での影響力と社会への責任も認識している。ABPの運用担当者は、長期的視点での運用を求められ、企業の長期的なミッションと持続可能な成長を果たす企業を評価するために、ESG情報を分析する」とその署名動機を説明している。またフランスの退職年金準備基金(FRR)は「公的サービ

スを提供する公的な投資家として、FRRは、経済・社会・環境のバランスのとれた発展を促進する価値観と矛盾しない運用を行う」、ブラジル銀行の従業員年金であるPREVIは「ブラジルにおける最大級の投資家として、PREVIは資本市場における影響力とその責任を認識している。PREVIでは、企業活動が環境や社会の課題を適切に対処することはブラジルの持続可能な発展を促す要因になると考えている」としている<sup>5</sup>。欧米以外でも、タイ(タイ政府年金基金)や南アフリカ(南アフリカ政府職員年金基金)、韓国(韓国国民年金、韓国教員年金)なども署名している。しかし日本では、いまだに署名した公的年金はない。

PRIが発行しているReport on Progress 2011<sup>6</sup>によると、署名機関のうち94%の資産所有者と、93%の運用機関がSRI方針を策定している。また81%の機関ではCEOレベルをSRIにおける最高責任者としており、7割の機関ではCEO、

5) UNEP FI“2007 Report : Responsible Investment in Focus: How leading public pension funds are meeting the challenge”

6) <http://www.unpri.org/areas-of-work/reporting-and-assessment/reporting-outputs/>

回答機関は、資産所有者が194機関、運用機関が345機関の、合計539機関。資産所有者のうち50%が公的年金、24%が企業年金、9%が保険会社。

図表5 PRI署名機関のSRI運用状況

(単位：10億ドル、%)

年	署名機関の自家運用分 資産総額			そのうちSRIを実施した 資産総額			SRI運用 の比率 (%)		運用市場規模			SRI運用の 市場シェア (%)	
	2009年	2010年	増加率	2009年	2010年	増加率	2009年	2010年	2009年	2010年	増加率	2009年	2010年
上場株式(先進国市場) *	3,674	4,956	35%	2,525	3,679	46%	69	74	37,500	39,867	6%	7	9
上場株式(新興国市場) *	700	975	39%	478	729	53%	68	75	9,589	16,087	68%	5	5
ソブリン債など**	5,253	6,055	15%	1,579	2,815	78%	30	46	31,073	34,922	12%	5	8
社債**	2,437	3,396	39%	1,373	2,275	66%	56	67	7,260	7,859	8%	19	29
非上場株式***	201	302	50%	122	209	71%	61	69	2,480	2,517	1%	5	8
上場不動産****	297	245	-18%	172	171	-1%	58	70	731	799	9%	24	21
非上場不動産****	497	826	66%	418	711	70%	84	86	10,153	10,511	4%	4	7
ヘッジファンド*****	188	178	-5%	36	33	-8%	19	18	1,700	1,920	13%	2	2
インフラ投資*****	71	120	69%	63	105	67%	89	87	21,500	28,900	34%	0	0
合計	13,317	17,052	28%	6,766	10,727	59%	51	63	121,986	143,382	18%	6	7

(出所) PRI "Report on Progress 2011"を基に大和総研作成

(原典) \*World Federation of Exchanges、\*\* Bank of America Merrill Lynch-Bond Index Almanac、\*\*\* Preq in Global Private Equity Review  
\*\*\*\* DTZ Research、\*\*\*\*\* The City UK estimate、\*\*\*\*\* PREEF Research analysis

CIOと役員会にSRIの研修を実施している。

図表5には、PRIの原則1「ESGの要素を投資判断に組み込む」の、自家運用資産のアクティブ運用における実施状況を示した。2010年現在で、先進国の上場株式投資では74%、新興国株式でも75%、社債の67%、ソブリン債の46%、未上場株式の69%など、全体では63%の資産でESGを運用に組み込んでおり、2009年の51%から拡大している。

## 5) 世界のESG投資市場

世界のESG投資市場は総額13.6兆ドルと冒頭で紹介したが、これについてGlobal Sustainable Investment Alliance (GSIA)作成のレポート“Global Sustainable Investment Review 2012”から詳細を見ていきたい。なお図表5を見ると2010年におけるPRI署名機関によるESG投資の運用の実施資産総額は、10.7兆ドル(2010年)なので、同レポートの数字はほぼ妥当といえよう。

地域別売上を見ると欧州市場が65%、米国(28%)、カナダ(4%)で、合わせると97%を

占める。残り3%(4,810億ドル)の内訳は、アフリカが2,290億ドル、豪州が1,780億ドル、日本を除くアジアが640億ドルである。日本は最下位の100億ドルでシェアは0.1%にも満たない。ちなみに欧州市場は2009年から2011年の2年間で22%増加した。また米国市場も、2009年から2011年で同様に22%拡大している。

一方、世界の資産運用市場におけるESG投資が占めるシェアは22%である。地域ごとに見ると欧州は49%、アフリカ35%、カナダ20%、豪州・ニュージーランドが18%、米国11%、アジア(除く日本)が3%である。これに対して日本はわずか0.2%である。欧州では運用資産の半分の運用に関してESGの要素を考慮しているのに対し日本では、ESGを考慮した運用は一部の例外を除いて事実上行われていないといっていだろう。

ただしこの数字は各地域のSRI団体の独自集計を合体させたものなので、その定義や集計手法にはばらつきがあり、扱う際には多少の注意が必要である。それにしても、日本市場と世界との落差は大きい。

同レポートでは、7つのESG投資手法を紹介

図表6 世界のESG投資市場

	市場規模 (億ドル)	シェア	運用資産に占める SRIのシェア
欧州	87,580	64.5%	49.0%
米国	37,400	27.6%	11.2%
カナダ	5,890	4.3%	20.2%
アフリカ	2,290	1.7%	35.2%
オセアニア	1,780	1.3%	18.0%
アジア (除く日本)	640	0.5%	2.9%
日本	100	0.1%	0.2%
合計	135,680		

(出所) Global Sustainable Investment Alliance "Global Sustainable Investment Review 2012"

している。このうち残高が最も多いネガティブスクリーニングは8兆2,740億ドルと全体の6割を占めている。欧州と米国市場がこの手法を好んで使っており、ネガティブスクリーニングの6割が欧州で、34%が米国である。欧州市場で最も一般的なスクリーンはクラスター爆弾など武器関連を排除するもので、全運用資金の半分に採用されているという。ちなみに日本ではネガティブスクリーニング運用は皆無である。特定の事業を価値観で排除するという発想は日本人には馴染みにくいからだとされる。次に残高が多いのが先述したインテグレーションで6兆1,760億ドルである。3番目の株主行動(4兆6,890億ドル)も欧米が圧倒的に多いが、アフリカやアジア地域でもある程度は行われている。しかしこれらも日本市場では行われていない。

その他の手法は、欧州のみにある規範スクリーニング(3兆380億ドル)、業種ごとに環境・社会の取り組みが優れているものを選ぶベストインクラス(1兆130億ドル)、主に国際機関などが環境保全や途上国支援のために起債するウォーター・ボンドやワクチン債などの債券に投資する

インパクト投資(890億ドル)、環境技術ファンドなどのテーマ型投資(830億ドル)である。

なおアジアでも年金基金でのESG投資が広がり始めている。韓国では国民年金基金(総運用資産3,060億ドル)が取り組み始め、2011年の残高は55億ドルと2009年から36%増となった。アフリカ市場の牽引役は南アフリカ共和国である。同国は年金基金に対しESG配慮を義務付け、グローバルにみても同国の国家公務員年金はESG投資に熱心である。またヨハネスブルク証券取引所は財務とESG情報を統合した統合報告の提出を上場の要件とするなど、国家政策としてESG投資に取り組んでいる。

## 2. ESG投資の意義

### 1) 投資判断材料としてのESG要因

投資判断材料としてESG要因が注目される背景として以下の要因が考えられる。

- i) 市場や経済を取り巻く枠組み、経済の前提条件が変わりつつあること。その結果、外部不経済、すなわち市場経済から除外してきたESG要因が、経済価値を左右する重要な要因

- として浮上していること。
- ii) 今まで入手困難だったE S G情報が手軽に入手しやすくなり、投資家の判断材料としての有用性が高まったこと。
- iii) その結果、E S G情報と企業価値の関連に気が付く投資家が増えたこと。
- iv) 金融機関・年金など投資家自身の社会的責任が問われるようになったこと。

このうちii)以降の内容は次章以降で触れるので、i)について、環境要因と社会要因に分けて詳しく見ていこう。

### ①環境要因の影響

毎年、世界経済フォーラムは、世界が直面するリスクのレポートを公表している。今年の“Global Risks 2014 Ninth Edition”では、発生の可能性が高い世界的なリスクとして、1. 貧富の差の拡大、2. 異常気象の増加、3. 失業、4. 気候変動、5. サイバー攻撃、を挙げた。リーマン・ショック前

半の2007年当時は、1. 情報インフラの崩壊、2. 先進国における伝染病の蔓延、3. 石油価格ショック、4. 中国経済のハードランディング、5. 資産価格の崩壊、であった。経済や情報インフラの失敗のリスクから「貧富の差の拡大」や「異常気象」「気候変動」など社会環境分野にシフトしている。

図表7には、1983年～2012年までの天災による経済的損失の5年間平均の推移を示したが、損害額が過去10年ほどで急増している。気候変動に関しては経済活動との関係がクローズアップされている。I P C C（気候変動に関する政府間パネル）は2013年9月に公表した第5次評価報告書で「気候システムの温暖化には疑う余地がなく、また1950年代以降、観察された変化の多くは数十年から数千年にわたり前例のないものである。」「気候に対する人為的影響は、大気と海洋の温暖化、世界の水循環の変化、氷雪の減少、世界平均海面水位の上昇、及びいくつかの気候の極端現象の変化において検出されている。人為的影響

図表7 天災による経済的損失の推移

(単位：100万ドル)

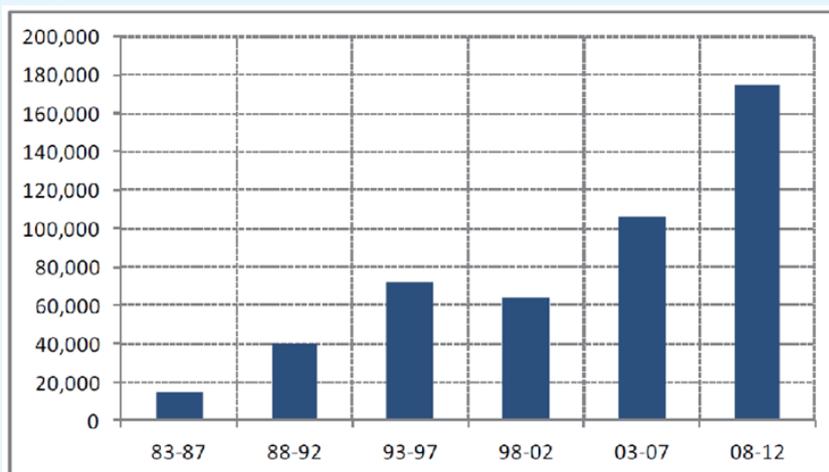


Figure 4-8: Economic Damage (Average of 5-year period), 1983-2012

(出所) EM-DAT The International Disaster Database

に関するこの証拠は、第4次評価報告書以降増加し続けている。人間による影響が20世紀半ば以降に観測された温暖化の支配的な原因であった可能性が極めて高い。」<sup>7</sup>と指摘した。人間の経済活動が気候変動・温暖化をもたらし、そのツケが経済活動にもブーメランのように戻ってくる関係性を明らかにしている。地球の生態系を無視した経済活動のツケは温暖化だけではない。中国のPM2.5は中国国内の大気汚染だけでなく、海を越えた日本に暮らす我々の生活や健康にも影響を及ぼすレベルまで深刻化している。当然中国国内では、汚染の酷い時には屋外の活動が制限されることなどが報道されているが、継続して続けば経済活動を妨げる要因となるし、住民の健康や生命への深刻なダメージも懸念されている。長期的に見て中国が世界の工場として、あるいは市場として機能していけるのだろうか。

近代経済学では、投入財として労働と資本と土地を想定するが、水と空気は無料というのが暗黙の了解であった。しかし、中国のPM2.5問題は空気が私たちの経済活動にとり貴重で高価な財であることを示している。

自然が無料で生み出してくれている自然の財やサービスを計測したらいったいいくらくらいになるのだろうか？ 売上高3兆ドル以上のグローバル企業を会員としたCorporate Eco Forumと世界的な環境NGOのThe Nature Conservancyによる共同調査結果報告書<sup>8</sup>によれば、水や大気、鉱物資源、土壌、漁業資源、天災への防災機能、生物資源などを合わせると年間72兆ドル（7,200兆円）と試算される。ちなみに世界の三大経済大

国の米国のGDPは約16兆ドル、中国が約8兆ドル、日本が約6兆ドルである。自然の生み出す価値の大きさが想像できる。自然は、市場を通じずに、継続的にこれだけの価値（恩恵）を人類社会に与えてくれている。

その恩恵である生態系サービスは、自然が生み出す利子配当とも解釈でき、自然自体を、生態系サービスを生み出す「資本」と見なすことができる。そこで世界の金融機関の中で自然の価値を新たな「資本」として認識し、今の経済・金融の仕組みに組み込むという新たなイニシアチブが立ち上がった。2012年ブラジルのリオデジャネイロで開催された国連持続可能な開発会議「リオ+20」において、三井住友トラスト・ホールディングスをはじめ40近い世界の金融機関が「自然資本宣言（The Natural Capital declaration）」に署名したことを公表した<sup>9</sup>。この宣言の中で、

「自然資本は地球の自然財産（土壌、大気、水、植物相、動物相）から成り、それらに起因する生態系サービスによって人間の生活は成り立っている。自然資本からの生態系サービスは年間何兆ドルもの価値を生み出しており、食物、繊維、水、健康、エネルギー、気候保全、その他あらゆる不可欠なサービスを構成している。しかしながら、これら生態系サービスだけでなく、それを提供する自然資本のストックも、社会資本や金融資本と比べて適切に価値評価されていない。我々の健康に必要不可欠であるにもかかわらず、その日常使用は今日の経済システムの中でも、ほとんど見過ごされたままである。このような自然資本の使用は持続可能ではない。」

7) 「IPCC第5次評価報告書 第1作業部会報告書 気候変動2013: 自然科学的根拠 政策決定者向け要約」p.2、p.15

8) “The New Business Imperative: Valuing Natural Capital”2012

9) 三井住友トラスト・ホールディングス ウェブサイト

<http://smth.jp/news/2012/120619.pdf>

と述べ、具体的なコミットメントとして、

「a. 投資先企業の短期、中期、長期的成長の予測におけるESG（環境、社会、ガバナンス）リスク分析に、自然資本の考え方を取り入れることで、債券や株式の評価に全体的アプローチを適用する。b. コモディティーを含む、自然資本に直接的あるいはサプライ・チェーンを通じて間接的に多大な影響を与える特定セクターのクレジット・ポリシーに、自然資本を評価する考え方を体系的に取り入れる。」<sup>10</sup>

を掲げた。この考え方は、投資対象銘柄のESG評価というミクロの観点だけでなく、マクロな経済のフレームワークから、従来外部経済であった自然資本を体系的に市場の内部化を図るものである。そういう経済の枠組みにおいてESGは与件となる。

## ②社会（S）の影響

世界規模の経済格差の拡大も、健全なグローバル経済社会にとって深刻な脅威である。世界的人権NGOのオックスファムは、2014年1月に公表した報告書で、「最も豊かな1%の富裕層が世界の富の半分110兆ドルを所有しており、さらにその格差が近年拡大している」として、極端な経済格差についての警鐘を鳴らした<sup>11</sup>。同報告では適度な経済格差は成長と発展のドライバーとして有効だが、極端な経済格差は政治的力の格差や、所得階層ごとの分離を招き、社会的緊張を増すと指摘している。さらに2014年2月にウクライナの政権が崩壊したが、不安定な社会情勢は人々の

安全・安心な暮らしを脅かすだけでなく、経済活動・企業活動にもマイナスの影響をもたらす。また1,100人以上の犠牲者を出した2013年4月のバングラデシュの縫製工場の倒壊事故は、世界の主要アパレルブランドを支えてきたのが、貧困国で劣悪な工場環境と低賃金・長時間労働を余儀なくされる末端労働者であることを世界に示した。今や、グローバルやローカルな社会的な課題を前提にせず、単にコストや品質、納期だけを元に工場立地などの事業判断をすることは大きなリスクである。このことを、世界的な金融インデックスを提供するMSCIの内エグゼクティブ・ディレクターは、投資家向けのセミナーでESG問題の重要性を下記のように説明している<sup>12</sup>。

- ESG問題は、そもそもゲームの前提条件が変わるような場合の、将来の耐性・対応力を見ている。一方伝統的金融分析は、それらを多少考慮することがあったとしても、アナリストの関心の中心には「今の競争力と魅力度」がある。
- 新興国における児童労働やブラック企業問題は、従来の金融分析では低コスト戦略として評価されかねない。どこで「低コスト戦略」というポジティブ評価が「人権問題」というネガティブ評価に変わるのかは、ESGの専門性がなければ判定できない。
- 「なぜ？「社会に影響を与える問題かどうか」の見極めが求められるから。

また、(株)QUICKでは、2014年から日本の投資家向けにESG情報提供サービスを開始するが、その決断を後押しした動機として

10) <http://www.naturalcapitaldeclaration.org/wp-content/uploads/2013/12/Natural-Capital-Declaration-JP.pdf>

11) Oxfam “Working for the few” 20 Jan 2014

12) MSCI エグゼクティブ・ディレクター 内誠一郎氏 2013.12.6 MSCI年金セミナー 2013冬 レジメ「ESG投資の波」

・投資判断のパラダイムの変化

- 金融危機以降、財務情報のみで企業価値を評価する事の限界を認識
- 「良い企業」を選別する指向

・非財務情報の視点を加える動き

— 企業を様々な尺度で評価する試みはあるが、偏りや体系化された評価基準の欠如が課題を挙げている<sup>13</sup>。実際、気候変動に焦点をあてると世界の主要な投資家の多くが既にビジネス上のリスクやビジネスチャンスと見なし始めている。例えば、欧米・アジア・オセアニアの主要な機関投資家 250 機関以上が参加する Global Investor Coalition on Climate Change が 2013 年に公表した機関投資家（資産所有者、運用機関）へのアンケート調査<sup>14</sup>によると、資産所有者の 81%、運用機関の 68%が、「気候変動が投資ポートフォリオに実質的な影響を与えている」と回答している。その主要メンバーでもあるカリフォルニア州職員退職年金基金（CalPERS）のポートフォリオ・マネジャーの W.Sherwood-McGrew 氏は、

*“As a long-term investor, CalPERS must consider risk factors, for example climate change and natural resource availability, that emerge slowly over long time periods, but could have a material impact on company or portfolio returns”*<sup>15</sup> と主張している。またオランダの主要年金基金の運用を手掛ける PGGM の最高投資責任者の Marcel Jeucken 氏は、

*“We have a responsibility to take care for a good and lasting pension for our participants, now*

*and in the future. We feel it is a broad societal responsibility to contribute to a more sustainable world. We are convinced that a sustainable world is a prerequisite for sufficient returns for long term. Responsible investment contributes to more sustainable, stable and at minimum comparable investment results”* と述べている。

以上のように世界の投資家の間では、投資リターンと投資家としての社会的責任との両面から ESG 投資の重要性を明確に打ち出す大手機関投資家が増えてきている。

## 2) ESG投資のパフォーマンス

### ①パフォーマンスの定義

しかしながら、日本国内でメインストリームの投資家に ESG 投資の話をする時、常に「パフォーマンスが上がるのか？」という問いが戻ってくる。この問いの答えは、Yes and No である。まずここで問われるパフォーマンスには、株価のパフォーマンスと企業価値のパフォーマンスの2種類があることを明確にしなければならない。さらに、パフォーマンスのタイムスパンも短期と長期によって分けて考える必要がある。

結論から言って、ESG の取り組みは長期的な企業価値にプラスに働く可能性が高い、というのが通説である。しかし短期的な企業価値や株価パフォーマンスに直結するとは限らない。短期で見ると ESG 関連への投資はコストと見なされがちなので、マイナスに働く可能性も高い。

13) (株) Q U I C K 取締役営業本部長 広瀬悦哉氏 RI Asia 2014 パネル討論資料「Q U I C K の『ESG 情報』」2014.3.5

14) Global Investor Coalition on Climate Change “Global Investor Survey on Climate Change 3rd Annual Report on Actions and Progress” Aug 2013

15) RA Asia 2014 Conference レジメ Bill McGrew, Portfolio Manager CalPERS Investment Office-Global Governance March 5 2014 “Sustainable Investment Case for ESG Integration”

なお、E S G要因と株価パフォーマンスとの因果関係は、さらに曖昧になる。株価の決定要因はファンダメンタルズだけでなく需給関係など他の要因の影響も少なくないのは当たり前だが、E S G要因の場合、長期の企業価値に与える影響を認識していない市場参加者が圧倒的に多い現状では、E S G要因が市場参加者の投資判断のシグナルになるには至っていないという点も無視できない。よって現段階では、E S Gがパフォーマンスに絶対的にプラスになるとは言えない。さらにE S G調査には財務評価とは全く異なる知識やノウハウも求められるので目先はコスト増加要因となる。よって現在の前提条件が変わらない限り、運用パフォーマンスを向上させなければ短期的にはE S G投資を手掛けるインセンティブはないことになる。

## ②短期的パフォーマンス vs 長期的パフォーマンス

しかし、長期的に成長する企業を選択するには、目先の財務データだけでは不十分である。個人投資家向けの長期運用を手掛ける独立系運用機関の、さわかみ投信や鎌倉投信などは、「E S G投資」とは明示していないが、長期投資を前提に、環境対応や人財戦略や長期経営ビジョンなど、長期企業価値を生み出す要素に着目している。E S G要因ありきではないが10年後、20年後の成長が期待できる企業を選ぶには、長期を見据えた採用や人財戦略、地球環境問題や人権問題などに対する企業戦略を考慮するのは当然とし、それが個人投資家の共感を呼んでいる。一方リーマン・ショック以降、市場関係者の間で短期主義の弊害が広く認識されるようになってきた。経営者と投資家が目先の業績のみを重視すれば、長期的な企業価値

を棄損し社会に悪影響をもたらすことが懸念されるようになった。

例えば木材資源を原材料として使う場合、単価が高い自社林や持続可能な森林経営を行う木材の代わりに、途上国で乱伐した安い輸入材を使えば、短期的なコスト競争力は上がるかもしれない。しかし、長期的に見ると乱伐は森林資源を枯渇させ砂漠化をもたらす。その結果、木材がなくなり当該国の政府が輸出を禁止するなどの措置をとれば原材料の調達に支障を来すことになる。また有機栽培は生産性が低いとして農業や化学肥料を大量に使えば、数年で土地が痩せて収量が落ちる、農民の健康被害が増えるなどのリスクもある。化学肥料や農薬のコストも小さくない一方で、気が付くと消費者の自然志向を反映してオーガニック食材の方が付加価値が高く、売れる可能性も高まっているかもしれない。

短期的利益を優先して弊害が露呈した事例として、日本では2013年秋に相次いで発覚したホテルなどでの食品偽装事件は記憶に新しい。伊勢エビや九条ねぎなど高級食材と偽ったメニューで顧客に提供していたことが発覚し、社会の厳しい批判を受けることになった。一方、世界のアパレル工場といわれるバングラデシュで2013年4月に起きた縫製工場の崩落事故では、1,100人以上の犠牲者を出した。その結果、現地で外資系企業が抗議デモによる被害を受けたり、N G Oのネガティブキャンペーンの攻撃を受け、委託先の工場の労働環境を大幅に改善するなど大規模な改善策への投資を余儀なくされた。

投資家として長期にわたり安定的に運用パフォーマンスを上げたいのであれば、目先の収益の乱高下に惑わされることなく、長期的な視点で投資判断を下すべきである。しかし、投資判断を

四半期ごとの数字に頼ると、今の業績の背後には児童労働などによる低賃金、森林乱伐など自然災害をツケとした安い原料などがあること、そしてその被害が顕在化すれば社会にも企業にも脅威となる可能性があることを認識するのは難しいだろう。MSCIの内エグゼクティブ・ディレクターが指摘する通りだと考える。筆者は多くの事業会社のCSR担当者や事業担当者、経営陣と接点があるが、事業をとりまく将来のリスクや社会のニーズについて、CSR担当者は認識しているものの、現在の市場動向を熟知している現場の担当者は無関心あるいは認識を持たない、という多くの事例に接してきた。短期業績は、製品のサイクル、ヒット作、流行、為替水準、天候、課税などのイベントに大きく左右され、現場担当者はそれに対応するのが職責でもあり、将来の潜在的ニーズの把握は業務外なのかもしれない。そうすると、こうしたリスクは社内では話題にならず、IR担当者がリスクを投資家に適切に伝えることはできない。よって独自のルートで長期的なESGリスクを把握している投資家でない限り、こうしたリスクを認識することはできない。

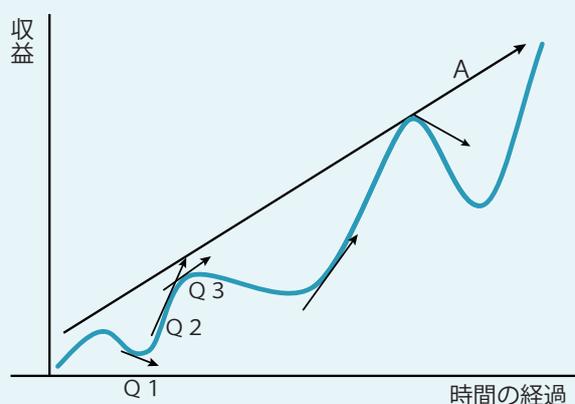
一方、長期投資家の立場からは、目先の業績に惑わされず、企業の長期的成長ベクトルを把握しなければならない。この考え方のイメージを図表8に示した。曲線が四半期ごとの業績の積み重ねだとすると、それぞれの時点での業績予想は、その時点(Q1、Q2、Q3、・・・)における傾き、すなわちその時点で瞬間的に予測できる業績の方向性といえるのではないか。時点、時点で傾きは異なる。しかし長期的な企業業績トレンドは直線Aで一定である。Aに基づいた企業評価こそが長期的な評価として求められることになる。このトレンドを計測する上で企業のESG戦略が重要になる。環境対策も、省エネ投資も、人材のダイバーシティも、途上国におけるサプライチェーンにESGを浸透させることも、いずれも時間がかかる。しかし、それは長期的には社会とステークホルダーの現在と将来のニーズに基づき、経営にプラスとなる長期企業戦略を示すトレンドラインでもある。

このトレンドとは、人間の体に置き換えると健康のようなものである。健康づくりは一朝一夕ではできないが、健康体でなければ長期的に仕事(パフォーマンス)を継続するのは難しい。こうした体の健康状態を評価する材料がESG要因であり、財務評価を組み合わせ、目先の業績動向と長期トレンドを把握し、それが良い企業評価になっていくと考える。

### ③パフォーマンス向上のためのESG要因活用

理論上は以上のように考えられるが、現実にはESG要因と株価パフォーマンスには相関関係が見られるのだろうか？ この点に関しては、多くの調査研究が行われて

図表8 短期的業績見通しと長期的トレンド



(出所) 大和総研作成

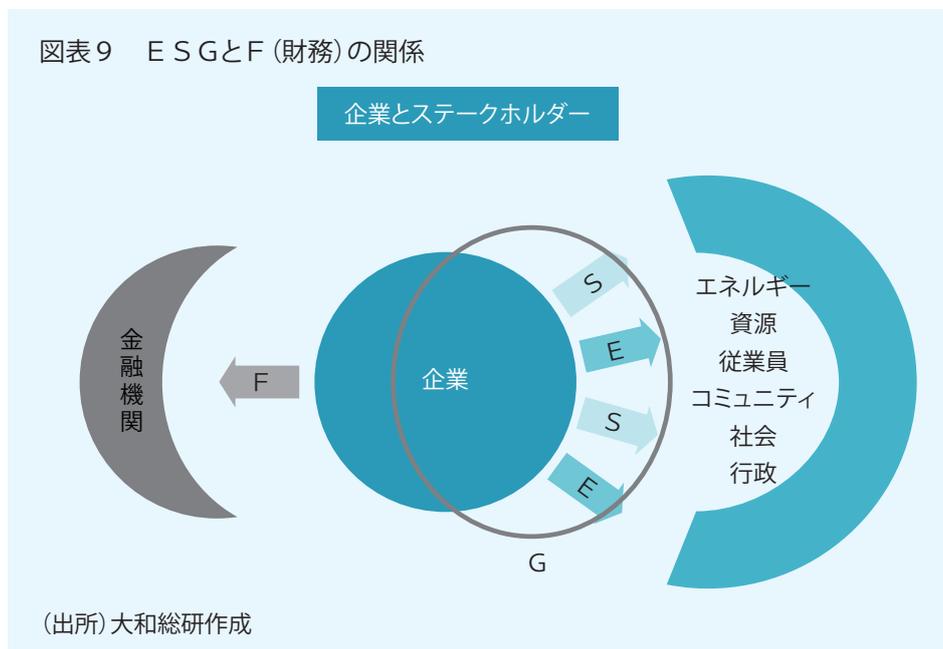
いるが、具体的に使う E S G 要因の種類、調査期間の長さなどによってその結論には幅がある。例えば、CalPERS が、UC Davis Graduate School of Management の協力を得て、約 700 の E S G 要因とパフォーマンスに関するアカデミック論文の調査を行ったところ、G（ガバナンス）はリスクとリターンに影響があることが分かったが、E と S に関しては矛盾する結果もあり明確な結論は得られなかったという<sup>16</sup>。一方で、E S G 情報ベンダーの Trucost 環境金融責任者 Neil McIndoe 氏は、E S G 要因のうち、E 評価の良い企業のパフォーマンスは悪い企業を上回っているというシミュレーション結果を示している<sup>17</sup>。一方 MSCI ESG Research の鷹羽美奈子シニア E S G アナリストは、S のうち企業のサプライチェーンマネジ

メントと企業の品質と安全性には相関関係が認められる、としている<sup>18</sup>。

以上のことから、もはや「E S G 情報か財務情報か？」という二者択一の問いに答えることには大して意味がなく、必要なのは E S G 要因のどの要素がどのように企業のリスクとリターンに影響があるかを解明し、投資に活用する姿勢ではないか。

90 年代初頭に日本の企業会計が単体中心から連結決算に変わった時、どちらで評価したらパフォーマンスが上がるのか？ という問いは当然なかった。単体より連結ベースの企業グループ全体の包括的な情報の方が望ましいのは当たり前だからだ。E S G 要因とは、財務情報では把握されない企業活動を示す情報である。図表 9 にその関係を示したが、企業は人を雇い社会のしくみに

図表 9 E S G と F (財務) の関係



16) CalPERS Sustainable Investment Research Initiative “Review of Evidence : Database of Academic Studies” <http://www.calpers-governance.org/docs-sof/investments/siri-database-of-academic-studies.pdf>

17) Neil McIndoe Head of Environmental Finance Trucost “RI Asia Research” RI Asia 2014 プレゼンテーション レジメ

18) 鷹羽美奈子 M S C I シニア E S G アナリスト RI Asia 2014 レジメ “Identifying Japan’s Supply Chain Risks”

従って（S）、エネルギーや資源を使い（E）、透明性のあるしくみ（G）の中で収益（F）を上げる。財務はESGの結果なのである。現在メインストリームの投資家は開示された財務情報を基に投資判断を下しているわけだが、彼らの投資パフォーマンスは皆同じということとはあり得ない。情報源は同じでもパフォーマンスはウエイト付けや銘柄選定、投資のタイミングなどを総合したノウハウによって大きく異なる。つまりESG投資の拡大で期待されるのは、基本的な企業情報のバウンダリーを財務からESGに広げて、そこでパフォーマンスを競うことなのではないか。

先述したCalPERSは、700にも及ぶ論文調査を行った理由を、

*“We are undertaking research to assess how sustainability issues impact all our investments. With this knowledge, we will be better able to define what is relevant and what best aligns with our fiduciary duty.”*<sup>19)</sup>と説明している。ESG要因を情報ツールとして活用するためには、財務データと同様に使う側の創意工夫と努力が必要といえよう。

日本でも積極的にESG情報を活用し始めた運用機関がある。日本のPRI署名機関として中心的な役割を果たしてきたニッセイアセットマネジ

メントでは、2006年の署名を機に自社のアナリストによるESG評価を開始し、企業分析／投資判断に活用する体制を構築してきた。同社のESG調査は、E・S・G各項目のレーティングと、総合したESGレーティングの、4種類のレーティングから成る。各アナリストが調査担当企業について、様々な非財務情報を分析し、図表10に示した観点に基づき4つの項目それぞれに4段階のレーティングを付与している。

同社ではこうしたアナリストの個別企業のESGレーティングを基にパフォーマンスの検証（図表11）や、個別のESG情報の有用性や業種ごとのパフォーマンスとの関連などの分析を行い運用に活用している。例えば、環境情報が有用な業種として石油・石炭、金属、繊維など、社会の情報利く業種として、医薬品、サービス、空運などを挙げている。このように投資家が、ESG要因がどのような企業にどのような経路でインパクトをもたらすか、について知見を蓄積し投資に活用することは、ESG投資を手掛ける上で必須である。同社株式運用部担当部長コーポレート・ガバナンス・オフィサーの井口氏は、ESGレーティングの意義について「企業価値評価において、『非財務情報』を理解するということは、多面的な企業活動を包括的に理解することである。また、『企

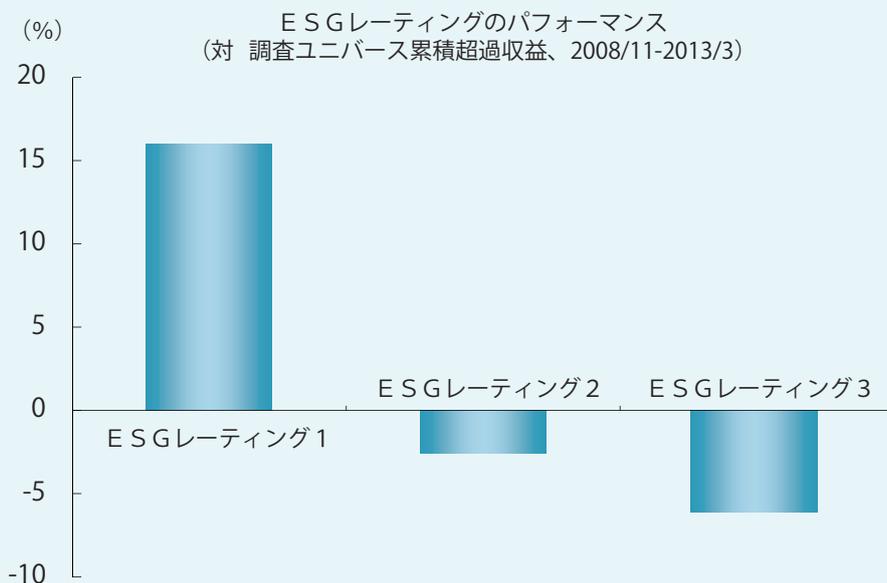
図表10 ニッセイアセットマネジメント ESG評価のポイント

E評価：環境	環境問題を自社の強みとし、株主価値拡大につなげる。
S評価：社会	企業行動の倫理性、従業員・ステークホルダーとの一体性
G評価：ガバナンス	株主価値を持続的に向上させる経営陣、経営の仕組み
総合評価	ESG要因を自社の強みとし、株主価値拡大につなげているか

（出所）井口謙二「非財務情報（ESGファクター）が企業価値評価に及ぼす影響」『証券アナリストジャーナル』（Vol 51.No8 Aug 2013）日本証券アナリスト協会

19) 16) と同様

図表11 ESGレーティングのパフォーマンス



(注) 単純平均ベース

(出所) 井口譲二「非財務情報 (ESGファクター) が企業価値評価に及ぼす影響」『証券アナリストジャーナル』(Vol51.No8 Aug 2013) 日本証券アナリスト協会

業』自体を理解することでもある」としている<sup>20</sup>。

ここで紹介したように、ESG投資で先行している投資家と、ESG要因とパフォーマンスの因果関係は不明だからと様子見をしている日本の大多数の投資家との、ESGを加味した運用力のギャップは、実は水面下で広がりつつあるのではないか？

### 3. ESG情報開示とESG評価

#### 1) ESG情報開示の枠組み

このようなESG投資を可能にしたのはESG情報開示の充実である。ESG情報開示の進化とESG投資の拡大は車輪の両輪といえよう。今までのESG情報開示の経緯をみると2つの流れがある。一つはNGOや市民セクターから企業の

CSR活動を促進させるための働きかけで、その代表的なものに国際的なNPOである、Global Reporting Initiative (GRI) が策定したGRIガイドラインがある。これは企業、NGO、投資家、会計士などマルチステークホルダーからなる委員会が起草したCSR報告書のガイドラインである。2000年に初版のGRIガイドラインが策定された。これは、全てのステークホルダーのニーズを総花的に盛り込んだため、必ずしも投資家にとって使いやすい情報ではなかった。その後企業や読者のニーズを勘案しながら改訂を重ね、最新のものには2013年5月に策定されたG4ガイドラインである。G4では投資家ニーズに焦点をあて、企業価値創造に影響があり重要な項目を企業自らが選択し開示するスタイルをとった。投資家に

<sup>20</sup> 井口譲二「非財務情報 (ESGファクター) が企業価値評価に及ぼす影響」『証券アナリストジャーナル』(Vol 51.No8 Aug 2013) 日本証券アナリスト協会

とってメリハリがつく情報になると期待される。

同様に情報開示を通じた企業活動への働きかけを目的として、日本では環境省が2001年に環境報告書ガイドラインの策定を始め、その後も改訂を続けている。これらのガイドラインには、企業に環境対応やCSR活動を促進させるために、企業のCSR活動を報告書という形で可視化し、投資家の判断材料を提供して企業への圧力にする、という意図がある。環境省の調査では、日本の上場・大手非上場企業1,000社以上が環境やCSRに関する報告書を作成・公開している<sup>21</sup>。

もう一つの流れは、企業情報開示・会計サイドの企業の本質的価値表現の手段として非財務情報開示の充実の動きである。2007年には、WICI（世界知的資本・資産イニシアチブ）が設立され、2008年には企業価値創造の観点から、知的資産について開示する企業情報開示のフレームワークを策定した。その後のリーマン・ショックに端を発する金融市場の短期主義への反省はESG投資を後押しすると同時に、会計・企業情報開示・取引所などによる長期的視点による企業報告を求める動きを活発化させた。

先述した南アフリカのヨハネスブルク取引所は、2010年に上場企業に対して統合報告の作成を義務付けた。英国では会社法が改正され、2013年から上場企業には企業戦略・ビジネスモデルなどを報告するStrategic Reportの作成が義務付けられている。しかし、このように独自のCSRやガバナンス情報開示に関する基準が増えた

ことは、逆に情報過多による投資家の混乱と企業の開示負担の増加を招くことにもつながった。

こうした動きを整理し、新たな企業情報開示のフレームワークを策定する目的で、GRI、証券監督者国際機構（IOSCO）、国際会計基準審議会（IASB）、米国財務会計基準審議会（FASB）や国際会計士連盟（IFAC）、東証を含めた取引所、国連機関などがメンバーとなり、国際統合報告評議会（IIRC）を2010年に発足させた。ESGを含めた企業戦略の在り方・企業価値の在り方を報告する枠組み（統合報告）の策定を開始し、2013年12月にフレームワークVersion 1を公表した<sup>22</sup>。

この統合報告の特徴は「簡潔性」「長期」「戦略性」である。元来、社会の環境負荷削減を目的としたGRIガイドラインや環境報告書ガイドラインなどは、ESGに関する細かいデータの網羅的な開示を求める傾向があったが、ESGの専門家ではない読み手には、たくさん項目があり過ぎてどれが重要なのか分からなくなる。統合報告では簡潔に企業価値創造につながる戦略・その体制・実績と見通しについて報告することが求められる。これを読めば投資家はCSR活動の背後にある経営戦略的な意味を把握できるようになることが期待される。また企業側としても、網羅的に行っていたCSR活動を、企業価値創造の面から再度見直して優先順位を付けるための良い動機付けにもなるはずである。

なおここで求められる企業価値は、財務的な企

21) 環境省「環境にやさしい企業行動調査平成23年度」（平成25年3月）

<http://www.env.go.jp/policy/j-hiroba/kigyo/h23/gaiyo.pdf>

22) 統合報告に関しては以下の文献を参考にした。「統合報告時代におけるディスクロージャーのあり方」『ディスクロージャーニュース別冊』総合ディスクロージャー研究所2013.3、IIRCテクニカルマネージャー 三代まり子「国際的な開示フレームワークの動向」『ディスクロージャーニュース2013/7vol 21』総合ディスクロージャー研究所、市村清『統合報告導入ハンドブック』第一法規、2013年10月

業価値にとどまらない。通常投資家にとっての企業価値は時価総額で示されるが、従業員には働きやすい職場・良い待遇が大事な価値となろう。このように、ステークホルダーごとに求める企業価値は異なり、場合によっては相反する。雇用条件の改善は短期的にはコスト増、利益減につながる。しかしそれはモチベーションアップや将来にわたり優秀な人材を集めるための条件ともなる。その結果、5年後10年後の企業体力は増強されて好業績への近道になるかもしれない。企業がどうやってCSR活動を自社の経営戦略・企業価値創造に引き付けて語ることができるか。そして投資家が、そこで語られた他のステークホルダーへの企業価値創造を吟味し、投資家にとっての企業価値創造のメッセージを受け止めことができるか、が今後の統合報告の普及とESG投資の拡大の鍵となろう。

統合報告は乱立するESG情報をまとめ、投資家に分かりやすく伝える仕組みとして期待されるが、南アや英国の事例のように国・地域ごとに独自のESG情報開示の仕組みをつくる動きも継続している。欧州連合では2014年2月にEUの大企業向けに新たな透明性ルールを公表した。EUの大企業に対して環境、社会、労働、人権、贈収賄について、企業の方針や結果、リスクの開示を求め、企業が開示しない場合はその理由を公開することが求められる。一方、米国ではSustainability Accounting Standard Board (SASB) が持続可能性（企業のESGの取り組み）について、業種ごとにSustainability Accounting Standardを策定する目的で2012年に設立されている。民間団体であるが、SECへ開示基準を提案し、E

SG情報開示を浸透させることが期待されている。2014年1月にはIIRCとの共同を目的に覚書を締結し、2月には金融機関（商業銀行、インベストメントバンク・証券、運用）向けの開示基準を策定した<sup>23</sup>。

## 2) ESG情報データとESG評価

統合報告が充実すれば、企業の環境や人財戦略と長期的企業価値との関係性は理解できるようになるだろうが、具体的なパフォーマンスも重要である。また、一口にESG情報といってもどの分野のどの項目が企業価値に直結するのか分かりにくい。ニッセイアセットマネジメントのような運用会社のみならず、NPOや金融情報ベンダーや調査機関が多種多様なESG情報提供を積極化している。彼らは独自の情報源や企業アンケートなどからデータベースを構築し、生データや独自の評価でレーティング評価を提供している。しかしESG情報は新しい分野なので内容や質をユーザーが的確に判断することは困難である。そうした投資家のニーズに応えるために、英国のシンクタンクSustainAbility社とGlobeScan社は2012年から、調査機関／レーティング機関の信頼度に関する調査報告を出している。2013年版では70カ国から700人以上の環境や持続可能性に関する専門家（行政、NGO、研究者、企業、メディアなど）にアンケートを行った。図表12は各機関の信頼度を1～5で評価し、そのうち高い評価（4と5）と低い評価（1と2）の割合を示したものである。評価されている機関は、CDPのようなNGO、独立系ESG調査会社、MSCIのような金融情報ベンダーなどである。アンケート

23) <http://www.sasb.org/>

回答者に機関投資家が含まれていないので、金融情報ベンダーの評価が比較的低い印象もあるが、世界的に名の通っているESG情報提供機関が増えていることは理解できよう。

ここで、一番高い評価を得たCDPは、投資家の投資判断の材料とするために、気候変動問題、水資源や森林資源問題に関する企業の取り組みを調査しその結果を開示する、グローバルなNPOである。2013年は世界の5千以上の企業に気候変動に関する情報開示を求める質問書を送付している。そのうちグローバル500社の81%がCDPに回答するなど、現在最大の気候変動情報に関するプラットフォームとなっている。CDPの

データはオンラインで無料開示され、金融情報ベンダーのBloombergの端末などにも取り込まれている。さらに回答から得たデータを基に全体や産業ごとの動向調査、および回答個別企業の情報開示度パフォーマンスを評価し、レーティングも行っている。例えば、最近の調査「CDP 2013 グローバル500レポート 日本語訳 エグゼクティブ・サマリー」<sup>24</sup>によると、CO<sub>2</sub>排出量上位50社の2009年から2013年の排出量は1.65%減少。排出量削減のパフォーマンスを見ると電力・ガス、生活必需品は平均以上のパフォーマンスを上げ、エネルギーや素材・原材料のパフォーマンスが平均以下、などが報告されている。また、日本

図表12 レーティング機関の信頼性評価

(単位：%)

	信頼できる	信頼できない
Carbon Disclosure Project (CDP)	76	3
Dow Jones Sustainability Index	63	9
Access to Medicine Index	58	3
FTSE4GOOD Index Series	55	9
Oekom Corporate Ratings	54	8
Climate Counts	53	7
Bloomberg ESG Data	53	10
MSCI ESG Research	50	5
GoodGuide	50	14
Sustainalytics Company Profiles and Ratings	49	10
GS SUSTAIN	46	8
The Global 100 Most Sustainable Corporations in the World	45	14
World's Most Ethical Companies	44	13
ASSET4 ESG Data	43	11
Inrate Sustainability Assessment	37	19
Vigeo Ratings	35	18
CR Magazine's 100 Best Corporate Citizens List	32	24
Fortune's Most Admired Companies	31	24

(注) 「信頼できる」は5段階評価の4と5の合計、「信頼できない」は1と2の合計割合を示す  
(出所) SustainAbilityウェブサイトから大和総研作成  
<http://www.sustainability.com/library/the-2013-ratings-survey-polling-the-experts>

24) [https://www.cdp.net/en-US/WhatWeDo/Documents/G500\\_2013\\_Report\\_Summary\\_JP.pdf](https://www.cdp.net/en-US/WhatWeDo/Documents/G500_2013_Report_Summary_JP.pdf)

企業の分析に特化した「CDPジャパン 500 気候変動レポート 2013」では、情報開示レベルの高い先進企業として、本田技研工業、日産自動車、住友林業、パナソニック、イオン、日本郵船など 24 社を Climate Disclosure Leadership Index に選定し、実際の取り組みレベルが先進的な企業 Climate Performance Leadership Index には、本田技研工業、日産自動車、第一三共、積水化学工業、小松製作所、東芝、コニカミノルタなど 12 社を選定している。

なお、これらの ESG 情報は上場企業を対象としたものだけと思われがちだが、債券など他のアセットクラスでも ESG 投資の可能性は広がっている。MSCI では、個別企業とソブリンの ESG 評価を開始。そのデータを活用しパークレイズ証券と共同で、パークレイズ MSCI・ESG 債券インデックスを作成している。また、途上国への投資の場合は、環境汚染や人権侵害、腐敗などの社会的な問題が多いので、ESG の重要性はさらに増すと考えられる。

運用会社のアライアンス・バーンスタインは、バングラデシュやクロアチアなど中小新興国企業への投資ファンドを設定したが、その特徴は ESG 評価を第一のスクリーニングとして投資プロセスの中心に据えたことである。同ファンドには国際金融公社がアンカー投資家として参加する予定だが、開発支援と経済発展を同時に達成するには ESG 調査を重視することで潜在成長力が高い有望企業を発掘できるとしている<sup>25</sup>。このように ESG 情報を活用した投資の可能性は多くのアセットクラスに広がっている。

## 4. 日本市場への示唆

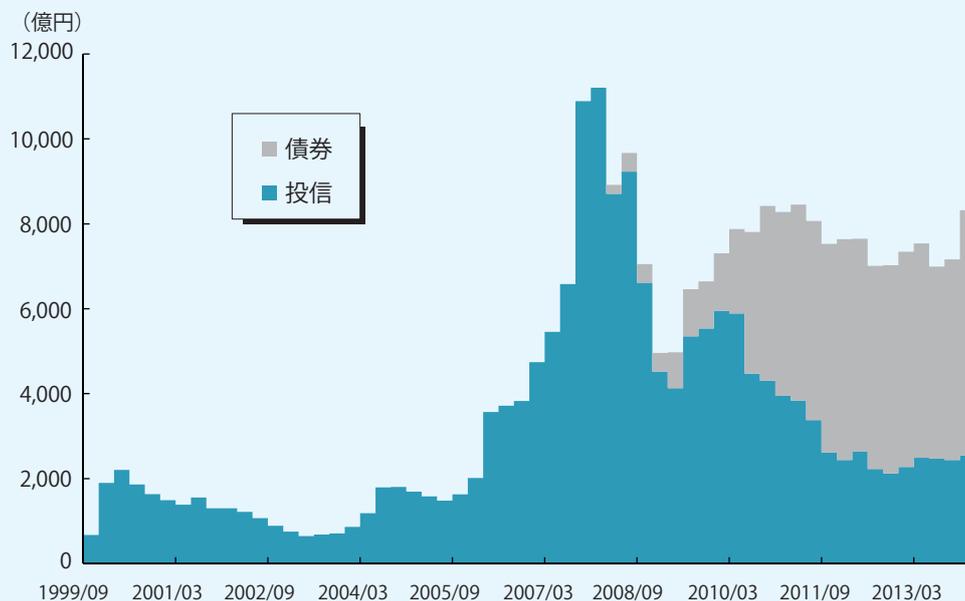
### 1) 日本の ESG 市場

冒頭でも指摘したが、日本の ESG 投資市場は極めて小さく、世界の動向を記述してみると日本のガラパゴス状態に、あらためてがく然とする。ESG 投資先進国では公的年金がリードして市場をつくり、そこに企業年金や労働組合や大学の基金・財団が参加して市場を拡大し、続いて個人投資家が SRI ファンドなどを通じて参加するという図式が多い。しかし日本の市場は図表 13 で示したように、個人投資家向けの SRI やエコファンド、およびインパクト投資が中心で機関投資家の存在感がほとんどない。

これからの日本の資本市場育成のためにも、世界に魅力的な資本市場であり続けるためにも、ESG 投資は重要な役割を果たすと考える。そのためにはまず年金基金、それも公的年金基金の積極的な参加が望まれる。その際には年金基金を運営・運用する側が意義を理解して運用に ESG 要因を生かすことは当然であるが、長期投資に対する国民の理解という世論の土壌づくりも大切となろう。それは個人投資家層の厚みを増やすことにもつながる。公的年金の ESG 投資で世界をリードするオランダでは、「クラスター爆弾製造企業に私たち年金のお金を投資するな」という世論が ESG 投資を後押しした。ここでは、日本市場拡大に向けて、年金基金など機関投資家向けの対応策と、市民・個人投資家向けの取り組みについて考えてみたい。

25) アライアンス・バーンスタイン (株) ウェブサイト  
[http://158.199.164.14/files/uploads/Research%20Paper\\_Next%2050.pdf](http://158.199.164.14/files/uploads/Research%20Paper_Next%2050.pdf)

図表13 日本のSRI市場残高推移



(注) 公募SRI投信と個人向け債券の合計

(出所) 社会的責任投資フォーラムウェブサイトから大和総研作成

## 2) 年金基金・機関投資家

社会的責任投資フォーラム（JSIF）では2013年に年金基金を対象にESG投資に関するアンケートを行った<sup>26</sup>。アンケートを送付した約2,000基金に対して回答は47基金と少なく、まだESG投資自体が理解されていないことをうかがわせる。しかし、回答してきた基金の認識は意外と高い。「ESG対応が企業にとり重要、今後重要になる」との回答は100%、「年金基金でESGを考慮すべき、あるいは将来考慮すべき課題」との回答は79%に上ったが、「リターンが犠牲になる」と考える基金はゼロであった。これを見る限りESG投資について学ぶ機会があれば理解は進むのではないと思われる。しかし回答率2%

の現状からは、自然体だと浸透は難しいようにみえる。しかし、ESG投資を後押しする公的な動きがここへ来て積極化してきた。

2014年2月20日に開催された第二回経済財政諮問会議では「持続的成長を支える中長期の安定した投資の推進に向けて」<sup>27</sup>のために、「中長期的視点から企業価値・資本効率向上を促す、責任ある機関投資家の行動を拡大すべき（スチュワードシップ・コードの採用や、SRIの参画など）」と機関投資家によるESG投資の積極化に言及した。具合的な目標として「2020年までに社会的責任投資を5倍増（1兆円弱→5兆円）」とし、「年金基金による投資環境整備のためのガイドライン（社会的責任投資の目的追求と受託者

26) NPO法人社会的責任投資フォーラム「日本の年金とESG投資—2013 JSIF調査より」

27) 第二回経済財政諮問会議資料 5-1 および 5-2

<http://www5.cao.go.jp/keizai-shimon/kaigi/minutes/2014/0220/agenda.html>

責任が矛盾しない政策的条件の明確化)の策定を通じて、参入を拡大し、社会的責任投資の世界標準を日本が牽引すべき」と提言した。5兆円で世界市場を牽引するのは難しいと思われるが、年金基金を後押しする政策は歓迎される。

さらに2月26日には、日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会が、ガイドライン『「責任ある機関投資家」の諸原則<日本版スチュワードシップ・コード>」を公表した。ここで、機関投資家のスチュワードシップ責任とは、「機関投資家が投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づく建設的な『目的を持った対話』(エンゲージメント)などを通じて、当該企業の企業価値の向上や持続的成長を促すことにより、『顧客・受益者』の中長期的な投資リターンを拡大を図る責任を意味する。」とされた。このコードには法的拘束力はないものの、機関投資家がこのコードを受け入れ、原則を実施しない場合は、その理由を説明することが求められる。このコードを受け入れる機関投資家は、議決権行使を含む長期的な企業価値向上に関するエンゲージメントを行うことになる。そして長期的企業価値向上にはESGの側面が重要となることは本稿で繰り返し述べたとおりである。

こうした仕組みの他にも、2011年に金融機関の有志によって策定された「21世紀金融行動原則」には189の国内金融機関が署名し、投資・運用、預貸、保険、リースなど様々な金融の分野において、サステナブルな金融ビジネスの推進に向けた活動を始めている<sup>28</sup>。また、日本労働組合総連合会(連

合)は2010年に「ワーカーズキャピタル責任投資ガイドライン」を策定し、傘下の組合に対して、労働者の権利と義務の立場から年金基金や共済資金、労働金庫、全労済などの資金に対してその使われ方に責任を持って関与するよう働きかけている。

以上のような仕組みは、作っただけでは実効性は低い、うまく活用するしかけを当事者が工夫していけば、年金基金を中心とした機関投資家のESG投資を推進する大きな力となる。

ちなみに大和証券グループでも、ESGに特化したIRミーティングの企画・開催を2012年より始めている。ミーティングを主催する企業数こそまだ少ないが、参加する投資家にはESGの専門家が多く、通常のIRミーティングとは異なる企業理解につながると投資家の評判も良く、企業側も自社の違う魅力を投資家とディスカッションできると双方から良い評判を得ている。

### 3) 個人投資家

2,188万口座。これは、日本証券業協会が公表している2013年12月末の証券口座数である<sup>29</sup>。日本の人口1億3,000万人弱に対して2割にも満たない。複数口座を持つ投資家を想定すると日本の証券人口シェアは1割強程度と推測できる。長期にわたる超低金利の状況でも貯蓄から投資への資金シフトは進んでいない。筆者は15年ほど前からESG投資について金融業界関係者および、一般の市民や学生、労働組合の方たちと対話してきた。その印象から、日本人にとってお金儲けと

28) 環境省ウェブサイト

[http://www.env.go.jp/policy/keiei\\_portal/kinyu/gensoku.html](http://www.env.go.jp/policy/keiei_portal/kinyu/gensoku.html)

29) 日本証券業協会ウェブサイト

<http://www.jsda.or.jp/shiryo/toukei/kanjyo/>

口座数は保護預かり残高のない口座を除いた数を公表。

は人を出し抜いて悪いことをする結果であり、特に株や投資は良くないもの、恐いものという暗黙の意識があるように感じる。清く貧しく美しい「清貧」という言葉は好意的に受け取られるが、清く豊かに美しい「清富」という言葉は存在しない。市民や労働組合などのESG投資の勉強会で、株式保有の有無を尋ねると保有者は通常1割にも満たないのが現状である。しかしESG投資の勉強会に来るくらいなので関心がないわけではない。こうした日本人のメンタリティを理解しないといけなのではないか。

3.11の後、ネットを通じて被災地の企業の再建を投資や寄付で応援する「被災地応援ファンド」が話題になった。これはマイクロ投資ファンドの一形態である。マイクロ投資ファンドとは、「市民から匿名組合等の形式で少額の出資金を集め、銀行などが融資しにくい事業やプロジェクトに投資を行う『市民のプロジェクトファイナンス』」のことで、出資金に元本保証はない。2001年に生まれた北海道の市民風車がその嚆矢となったが、自然エネルギー、被災地応援や、ソーシャルビジネスなどのファンドが増えた。一つのファンドは数百万円から数千万円と小口だが2013年には90億円弱まで残高が拡大している<sup>30</sup>。こうしたファンドに出資する人たちは、良い企業やプロジェクトを応援したい、という気持ちが強い。例えば市民発電所への出資者は自分のお金がクリーンな電力を作っているという精神的な満足と、多少のリターン（1～2%程度）を得られることが出資のき

かけとなっている<sup>31</sup>。またその結果、省エネマインドが進むなどのプラス効果も期待できる。まだファンド数も少なく、金額も少額にとどまるが、株式投資と縁のなかった個人にとっても抵抗が小さい投資ツールである。

また、独立系で長期運用を謳う投資信託も個人投資家の人気を集めている。日本の独立系投資信託第一号で個人投資家の長期投資をサポートするさわかみ投信の残高は2,780億円に上り（2014年3月18日）口座数は11万8,000（2013年8月末）となっている。証券口座数の0.5%のシェアになる。また「いい会社をふやしましょう！」を合言葉に2010年に設定された鎌倉投信（株）のファンド「結い2101」はR&Iファンド大賞2013で最優秀ファンド賞を受賞した。2014年2月現在で残高は77億円だが、個人の運用未経験者を中心にファンが広がり顧客数は7,100人に上る。鎌田社長は同社の理念を「いい会社が増えれば、社会に様々な価値が創造され、雇用が生まれ、その会社に関わる多くの人の幸福感も広がります。『いい会社』とは、規模の大小でもなければ、上場非上場も関係ありません。『これからの日本にほんとうに必要とされる会社か否か』です。株主や経営者など特定の人が多く利益を得る会社ではなく、社員とその家族、取引先、地域社会、お客様、自然・環境、株主等の利益の調和の上に発展し、持続的で豊かな社会を醸成できる会社です。」<sup>32</sup>と述べている。株価の上下に一喜一憂するのではなく、日本経済の発展シナリオを明確に

30) NPO法人社会的責任投資フォーラム「日本SRI年報2013」p.37

31) 利回りについては、2014年3月時点で募集中の小田原の市民エネルギー会社である「ほうとくソーラー市民ファンド」と「みんな応援やまぐちソーラーファンド2014匿名組合～被災地支援寄付つき～」は、目標利回りを2%としている。

[http://www.greenfund.jp/fund/fund\\_top.html](http://www.greenfund.jp/fund/fund_top.html)

32) 鎌倉投信ウェブサイト

<http://www.kamakuraim.jp/greeting.html>

し、ぶれない運用を行う長期投資や、共感できる良い会社をステークホルダーとして応援しながら資産形成をする、というコンセプトに多くの日本人は共感するし、そういう観点ならと投資に踏み切る人も少なからず存在することを示している。いずれの投信も、投資家の理解を進める対話を広げるために、頻繁に勉強会や、企業見学会などを行い、共感する投資家層拡大を図っている。

投資対象の「良い会社」の定義を「業績が成長する会社」という尺度から、「環境や社会に良いことをし、社会の共感を得ながらじっくりと長期的視点で育つ会社」に替えると、投資のイメージが大きく変容し、共感する個人投資家は大きく増えることが予感される。そのためには、財務分析に加えてE S G情報の分析が重要となる。N I S A対策としてE S G投資の有効性を検討すべきであろう。また、安定的な個人投資家を増やしたい企業にとっても長期投資のE S Gは「売り」になるはずである。

#### 4) 結び

最後に、E S G投資をするか否かではなく、今後E S Gを全く考慮しない企業投資が果たしてどこまで市場で優位性を持てるのかという観点も一考すべきではないか。例えば自動車市場を考えてみよう。ハイブリッドカーのプリウスは97年に発売された。しかし発売から最初の10年ほどは、低燃費のハイブリッドカーは、エコという特殊なジャンルの車とみられてきた。しかし、省エネマインドが高まる中で、特に3.11以降、自動車メーカーはハイブリッドかクリーンディーゼルか電気か、という低燃費技術の競争に入っている。エコとは対極とされてきたスポーツカーやSUVもハイブリッドが当たり前の時代であり、自動車業界

ではエコが標準装備になったといえる。

一方、世界の資本市場に目を向けるとE S G投資をするかしないかではなく、どのようなE S G投資をするのかというステージに入ってきている。E S G情報という新たな武器を持たずに財務情報という旧来からの武器（竹やり）だけで資本市場において今後も戦っていけるのか？ E S Gは企業評価の武器ではない（投資判断に役に立たない）というのが今までE S Gを活用しない理由であった。しかしそれは武器としての使い方が分からないだけだったのかもしれない。海外では実際に武器として使いこなす投資家が増えている。日本社会発展のためにも健全な資本市場は不可欠であり、それを育成するツールであるE S Gに着目した投資としての意義を考えるべきであろう。それは「三方よし」の価値観に共感する日本人のメンタリティに最も適合した投資となるのではないか。

[著者]

---

河口 真理子 (かわぐち まりこ)



調査本部  
主席研究員  
担当は、CSR/SRI 全般