

ESG投資は一過性のブームなのか？

調査本部 河口 真理子

1. はじめに

筆者は、1990年代のバブル崩壊直後から社会的責任投資（SRI）の調査研究と日本でのSRI市場の育成に20年以上関わってきた。その経験からすると、2014年の日本版スチュワードシップ・コード（17年改訂）、15年のコーポレートガバナンス・コードの策定、およびGPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）によるPRI（Principles for Responsible Investment：責任投資原則）署名を契機とした現在のESG投資の急拡大は隔世の観がある。長年欧米の市場動向をフォローしてきた立場からすると、やっと10年遅れで日本にも広がり始めただけでもみえるが、この急速なESG投資の浸透は評価したい。しかし、財務情報とは全く質も性格も違うESG情報を扱うESG投資が急拡大したことに対し、ESG投資は一過性のブームではないか、という疑問の声も聴くようになった。

確かに、時間をかけ精緻化されて第三者監査という信頼性も担保された従来の財務データと比較して、ESGデータの信頼性・正確性のレベルは低い。また、定量化できず、定性情報しかない情報も少なくなく、総じて投資判断に使うデータと

しては見劣りする。また定量データがあってもそれをいかに企業価値に結び付けて解釈するのか。そのノウハウも確立されたとはいえない。だから、一過性のブームとして消滅するのか？ それは過去30年ほどの資本市場動向だけを見ていれば、そのように思われるかもしれない。しかし、ESG投資の拡大は、単に資本市場内部の出来事ではない。筆者は100年単位でグローバルでみた社会およびステークホルダーの変化に呼応した資本市場の動きであると確信している。

なぜそう考えるのか、以下で財務、環境（E）、社会（S）、ステークホルダーと企業の関係（G）の動向から紐解いていく。

2. 財務の歴史

ESG情報に否定的な主な理由は、財務情報に比べて質量ともに未熟で投資判断に活用できるレベルにないというものである。しかし、財務情報とその分析手法も昔から今の形に整備されていたわけではない。財務情報こそ歴史的経緯の中で発展し現在進行形で進化し続けている。そして歴史を紐解いてみると¹⁾、財務情報を投資分析に活用する歴史はわずか100～150年程度と、思いの外短いのである。資本市場は産業革命とともに発達してきた。19世紀には鉄道事業が成長産業とし

1) ジェイコブ・ソール著、村井章子訳『帳簿の世界史』文藝春秋、pp.278-286

て巨額の資本調達を必要とした。例えば、NY市場には1869年までに鉄道会社38社、資本金総額3.5億ドルが上場されていた。必然的に投資家への報告、投資勧誘のための公正な財務情報への必要性が高まった。そのニーズに対して、スコットランドでは1854年に勅許会計士（公認会計士）の審査基準が正式に定められた。米国では、1849年に会計監査基準の検討が始まり、1860年ごろには、鉄道会社の株主宛て事業報告書には監査済み会計報告を掲載することが当たり前になったという。しかし、その分析手法が確立されるのは、1912年にジョン・ムーディーが発表した「鉄道会社の財務報告の分析方法」が評価スタンダードになってからである。

以上をまとめると、財務会計情報が整備されてから150～160年程度、投資家が財務情報を投資判断に活用し始めてからまだ1世紀にすぎない。それも当初から現在のような手法が確立されていたわけではない。現在の投資理論は、周知のごとくマーコピッツのポートフォリオ選択理論（1952年）、60年代に入るとシャープやリントナーの資本資産価格モデル（CAPM）、オプション評価理論のブラック＝ショールズモデル（73年）、76年のロスの裁定評価理論（APT）などの理論によって精緻化されてきたのである²。

また財務情報の開示制度も常に進化している。例えば日本の会計情報開示の歴史を見てみよう。1948年には公認会計士法が成立し、同時に証券取引法が全面改正された。そして51年から証券取引法による上場企業の監査が開始された。63年には株式会社の貸借対照表、損益計算書、営業報告書及び附属明細書に関する規則が公布され、

77年には公認会計士による中間財務諸表、連結財務諸表の監査が開始される。88年にはセグメント情報、先物、オプションなどの開示基準が改正され、98年以降の会計ビッグバンでは連結財務諸表原則の見直しなどが行われ³、2010年からはIFRS（国際財務報告基準）の任意適応が始まる。つまり、財務会計の中身も目まぐるしく進化し今のレベルに至っている。

逆に言えば、ムーディーが分析方法を発表したころの財務情報の質量と分析レベルは、現在のESG情報の成熟レベルとはあまり差がないのかもしれない。過去150年にわたり、財務会計が単体中心から連結重視へとその対象範囲を広げ、資産の評価方法も進化させているのは企業実態をよりよく反映することが目的であろう。であれば、現在、ESG情報も企業分析の材料とすることは、企業実態把握のレベルをさらに一段上げる試みともいえる。つまり財務分析の進化の延長線上にESG評価があると解釈できないか。

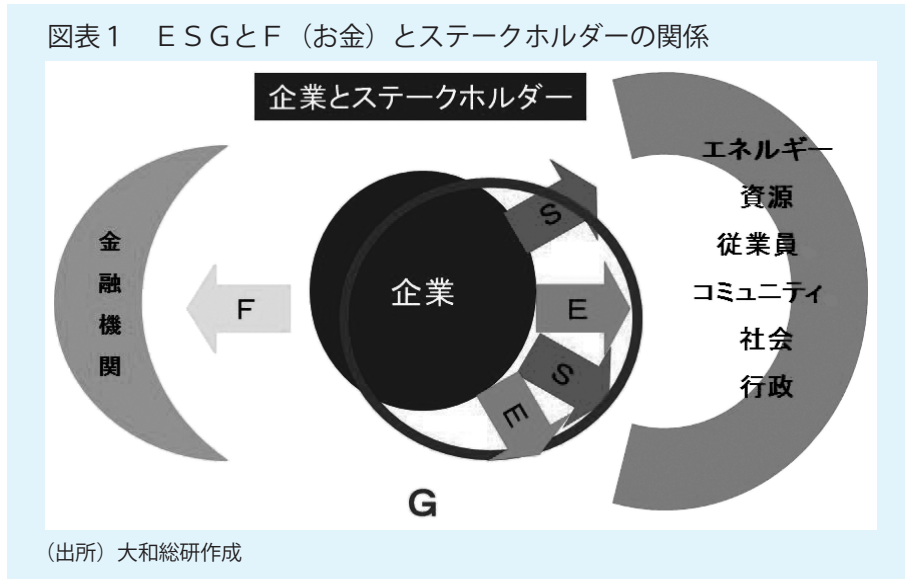
なぜESG情報が企業実態把握に役に立つのか。そもそも実体経済ではお金の流れの反対側には必ず実物（ヒト、資源、エネルギー、原材料など、つまりEとS）の流れがある。ESG投資とは、財務の流れにだけでなく、その流れの反対にある実物の流れ（EとS）を把握し、それを企業価値に結び付ける体制（G）を直接分析して企業価値評価に役立てる手法であるといえる。そして重要なことは、財務（F）はESGの結果（企業活動の結果）として生み出されるものである（図表1）。ESGが“F”の源泉であれば将来の“F”を予測するため、現在の“F”だけでなくESGを分析することは理にかなっているのではないか。

2) 日本証券アナリスト協会「日本証券アナリスト協会50年史」（2012年10月）

3) 日本公認会計士協会ウェブサイト「日本の会計・監査制度の歴史」



図表1 ESGとF（お金）とステークホルダーの関係



(出所) 大和総研作成

では、なぜ100年前ではなく現在になってESG情報の重要性が注目されるようになったのか。それはこの100年の間に“E”、“S”、“G”を取り巻く環境が大きく変化し、経済社会の在り方に変革を迫っているからである。

3. 地球環境と社会の変化

①気候変動の被害

地球温暖化、気候変動問題が、社会生活に影響を与えていることはもはや常識となっている。2015年に合意されたパリ協定では、壊滅的な気候変動を回避するため、地球の平均気温の上昇を産業革命時点から2℃未満（二酸化炭素濃度450ppm）に抑える目標で合意した。しかし、世界の平均気温は既に1891年から2010年の120年間で0.72度上昇しており⁴、二酸化炭素濃度は産業革命前の280ppmから400ppmへ上昇してしまい、上限の450ppmに近づいてきている。

経済の脱炭素化は喫緊の課題となっている⁵。

実際、日本でも2017年の夏は、台風や北九州をはじめとした豪雨が列島各地に被害をもたらしたが、同様に世界各地で異常気象の被害が多発している。アジアでは、モンスーンによる豪雨によって Bangladesh、インド、ネパールで約4,100万人が洪水や土砂崩れの被害に見舞われ、米国を襲ったハリケーン「ハービー」の被害は推定1,500億～1,900億ドルにも上るといわれ、欧州ではイタリアと南フランスの一部で深刻な干ばつが発生し、ワインなど農作物への被害が懸念されている⁶。

②資源枯渇・生物多様性の喪失

気候変動以上に直接経済社会に影響を与えるのが資源枯渇、生物多様性の喪失であり、これは100年といわず半世紀をとってみても悪化の一途をたどっている。世界の資源消費量（バイオマス、

4) 気象庁ウェブサイト http://www.data.jma.go.jp/cpdinfo/temp/an_wld.html

5) 国立環境研究所 平成28年10月27日(木) 国立研究開発法人 国立環境研究所 (NIES) プレスリリース 「季節変動を取り除いた全大気平均二酸化炭素濃度が初めて400ppmを超えました！」

6) EICネットウェブサイト「海外ニュース」 <http://www.eic.or.jp/news/?act=view&serial=39618&oversea=1>

化石燃料、金属、非金属鉱物)は、1970年から2010年の40年間に220億トンから700億トンへと3.2倍に増加、一人当たりでは6.4トンから10.1トンへと1.6倍に増えた⁷⁾。世界の森林面積は、1990年から2015年の25年間で4,128百万haから3,999百万haへと3.1%、一人当たりでは25%も減少⁸⁾。森林破壊は気候や生物多様性にも影響を与える。アマゾン熱帯雨林は既に2割破壊され、アマゾン南部・東部がサバンナ化する可能性も指摘されており、そうなると米国シエラバダ山脈の降雪を5割減少させる懸念があるとされる⁹⁾。生物多様性の宝庫の熱帯林減少は生物多様性も脅かす。1970年から2012年の42年間で代表的な脊椎動物の個体数は58%低下したと推計されている¹⁰⁾。

③人間活動と環境破壊

森林破壊は、都市化のため、パーム油、大豆などの耕作地や放牧地への転換が行われる。廃プラスチックや化学物質による海洋汚染、海洋生物への被害も最近注目されるようになった¹¹⁾。中国発のPM2.5汚染は、日本でも天気予報情報の一つだが、中国では外出できないほどの汚染もあり、人体と社会活動への影響が懸念される。シンガポールやマレーシアの大気を汚染するヘイズ(煙害)問題も、パーム油プランテーションのために熱帯林を燃やしていることが原因とされる。ちなみにパーム油は食品や洗剤などに不可欠な資源で

ある。

20世紀型の資本主義経済において、環境問題は外部不経済として経済的判断の要因ではなかった。20世紀初頭は経済レベルも低く人口は15億人程度であり、人間活動による影響は地球環境循環で吸収できたからであろう。しかし今や人間の経済活動自体が地球環境を破壊し、その影響が人間の生存基盤をゆるがせかねない状態になっている。であれば、経済活動にこの環境影響を内部化しなければ経済の循環自体が行き詰まることになる。

④社会課題

こうした大規模な森林破壊や気候変動による環境破壊は、小規模農家や漁業者の生活基盤を破壊し、難民や移民を生み出す元凶の一つであり、難民や移民はテロ活動家を生み出す温床にもなるとされる。ILO(国際労働機関)の報告¹²⁾によると、世界の児童労働数は2016年時点で1億5,160万人、現代の奴隷(強制労働、強制結婚)は4,030万人とされる。このような強制労働や児童労働の対象となりやすいのは、移民労働者や先住民、違法漁業やパーム油産業に従事する労働者だとされる。業界では、食品・飲料、アパレル・生活雑貨、建設、電機、小売が多いとされる¹³⁾。さらに、経済格差は途上国の問題だけではない。日本の子どもの貧困率は13.9%と先進国の中でも高く(厚生労働省「平成28年国民生活基礎調査」)、こう

7) 国連環境計画(UNEP)“Global Material Flows and Resource Productivity”

8) FAO, “Global Forest Resources Assessment 2015”

9) 米国 Scientific American 誌, “Amazon Deforestation Takes a Turn for the Worse”

10) 2016.10.27 WWF「生きている地球レポート2016要約版(仮訳)」

11) 高田秀重「プラスチックの海」、『国民生活』2016.6、国民生活センター
http://www.kokusen.go.jp/wko/pdf/wko-201606_07.pdf

12) “Global Estimates of Child Labour”, “Global Estimates of Modern Slavery”
<http://www.alliance87.org/>

13) RepRisk Special Report, “Forced Labor”, April 2016

した格差は社会を不安定化するとされる。

⑤環境・社会的脅威に直面する人間社会

以上のような環境と人権に関わる課題は、グローバル社会を脅かす脅威となっている。ダボス会議を主催する世界経済フォーラムは毎年“Global Risk Report”を公表しているが、2017年版では起きる可能性が高い5大リスクとして、①極端な気象が引き起こすイベント、②大規模な非自発的移民、③大規模自然災害、④大規模テロ、⑤ハッキングによる広範に及ぶデータ流出——を挙げている。①と③が“E”に関わり、②④⑤は“S”に関わるイベントであり、また③は②や④を引き起こす遠因とされる。これらは企業や金融が大きく関わる。

4. 持続可能な社会に向けたパラダイムシフト

①新たなグローバルフレームワーク：SDGsとパリ協定

こうした課題を解決するための方策が、2015年に国連にて全会一致で採択されたSDGs（持続可能な開発のための2030アジェンダ）である。同年成立した気候変動対策のパリ協定とともに、人類社会の持続可能性を高める全員参加のフレームワークとして期待されている。SDGsには2030年までに達成すべき17のゴールと169のターゲットが設定されている。国や地方自治体などの公的セクターだけでなく、企業・投資家、NPO、教育業界でも、SDGsを自らの活動に組み込み始めている。

②企業戦略の変化

企業経営者の考えも変化してきている。経済同友会の企業経営者向けCSRアンケート（「日本

企業のCSR自己評価レポート2014」）によると、CSRの意味を「経営の中核」とする経営者は2003年の51%から14年には71%へ上昇した。一方で、「払うべき社会的コスト」と考える経営者は65%から42%に低下している。そして社会的課題解決に向けて企業は主体的役割を果たすべきで、自社の経営にも取り組んでいると答えた経営者は2010年の44%から14年には58%へ上昇している。つまりCSRは単なるよいことに支払うコストではなく、戦略の一環と捉える経営者が増えている。

こうした意識変化は日本だけではない。2016年にMITスローンスクールが100カ国以上3,000人超の経営者向けに行った意識調査によると、9割の経営者がサステナビリティ戦略は競争力のために必要としており、サステナビリティ戦略を策定している企業は6割、サステナビリティ戦略をビジネスで実践している企業は25%である。また3年前に比べてサステナビリティ活動が経営判断に影響を与えるようになったと考える経営者は7割を超える。

ビジネスの実践例として有名なものに2014年に結成されたRE100（再生可能エネルギー100%にコミットする企業イニシアチブ）がある。ここには企業規模で世界トップ3のアップル、グーグル、マイクロソフトや、世界最大の小売業ウォルマートをはじめ、イケア、ネスレ、スイスRe、P&G、フィリップスに加え、自動車のGMやタタ、金融ではゴールドマン・サックス、バンク・オブ・アメリカなど111社（17年9月28日時点）が参加している。彼らの再生可能エネルギー需要はニューヨーク州の需要量に匹敵する150TWhに上る。既にアップルは96%を再生

可能エネルギーで賄っているが、イケアなど多くの企業が2020年～35年をメドに再生可能エネルギー100を目標に掲げている。

また、物江・大澤論文で示したように、世界1,100社のうち2割が気候変動の事業リスクを有価証券報告書に開示するようになっている。

また筆者は、2016年から17年にかけて20以上の上場企業の経営トップ向けに「倫理としてのCSRから戦略としてのESGへ」というテーマでESG投資、SDGsなどについて話をさせていただいており、こうした企業の多くはSDGsを中長期経営戦略に盛り込むようになっている。企業側が再生可能エネルギーにシフトし、中長期戦略にSDGsを取り入れ企業価値に結び付けるのであれば、評価の受け皿として財務分析だけでは不十分であり、ESG情報を分析せざるを得なくなるだろう。

③消費者の変化

変化しているのは企業だけではない。当然消費者も変わってきている。環境問題というと企業が犯人扱いされがちだが、消費者行動がもたらすインパクトの方が大きい。世界の消費市場は温室効果ガスの6割を排出し、水資源の8割を消費し、児童労働・強制労働の75%が消費財のサプライチェーンで起きているとされる。また、家庭からの生活ごみは毎年22億トンが排出され、水質汚濁の2割が繊維の染色による汚染であり、熱帯林破壊の3分の2は農地転用のためとされる¹⁴。消費者は企業のサプライチェーンを通じて資源収奪、環境破壊、人権侵害に加担しているのである。

こうしたサプライチェーンで起きている問題が明るみに出るにつれ、加担したくないという消費者の声が高まっている。

例えば、2017年2月にユニクロは、サステナブルポリシーの策定と主要下請け工場のリストを公表した。そのきっかけは13年に起きたバンガラデシュのラナプラザ事故である。縫製工場の入るビルが倒壊して1,000人以上が犠牲になった。犠牲者はファストファッション企業を支える途上国の下請け工場労働者であったため、ファストファッションが劣悪な労働環境にある下請け労働者に支えられていることが世界中に明らかになり、世界各地で消費者から「途上国の労働者の血に染まった衣服は着たくない」という批判やキャンペーンが巻き起こった。企業側はこうした消費者のニーズに応えるために、NGOと協働して業界団体を設立し現場での改善に取り組むなど、労働条件の改善に取り組み始めた。

さらに日本の場合では、宅配便業界や小売業界に見られるような人手不足、電通の過労死事件で注目された過重労働問題も、企業にとって大きなリスクとなっている。

こうした取り組みは消費者の購入判断に影響を与えるようになってきた。ニールセンの60カ国3万人を対象にしたグローバルアンケート調査¹⁵によると、「サステナビリティへの配慮のあるブランド商品にはプレミアムを支払う」消費者は、2013年の50%から14年は55%へ、15年には66%へと上昇しており、消費活動として「主流化」してきている。特に若い世代ではその傾向が顕著で、ミレニアル世代では73%が「プレミアムを支払う」としている。日本の消費者も同様の

14) The Sustainability Consortium, "Greening Global Supply Chains", 2016 Impact Report

15) Nielsen, "The Sustainability Imperative", 2015.10

傾向だ。内閣府の「消費者行政の推進に関する世論調査」(2015年9月調査)¹⁶では、「日頃、環境、食品ロス削減、地産地消、被災地の復興、開発途上国の労働者の生活改善など、社会的課題につながることを意識して、商品・サービスを選択しようと思っている」と回答した人の割合は64.3%に上り、これは2014年の59.2%からも上昇している。こうした消費者意識の変化は、2020年の東京オリンピック・パラリンピックが加速すると思われる。ロンドンでもリオでもオリンピックに使用される資材(建物の建材から、選手村の食事まで)の調達には、環境や人権など持続可能性基準を満たすことが不可欠となっていたからである。

さらに、横山論文、鈴木論文にあるように、透明性の高いガバナンスシステムの整備、企業と投資家の建設的な対話は、企業経営者および投資家にとって必要不可欠な要素となっている。

企業にとって今や環境問題や人権問題、ガバナンスの整備は、ないがしろにするとリスクであり、うまくビジネスに取り込むと収益機会となる。それに気が付いた経営者は先に示したアンケート結果にもあるように、着実に対応を始めているのである。

5. こうした変化に対する投資家の応え

① ESG評価の必要性

こうした社会や企業経営者の変化を投資家はどのように受け止めるべきなのか。世界に94,000

人以上のアナリスト会員を擁するCFA協会は、リーマン・ショックの年、2008年に策定したアナリスト向けのESGマニュアルで、ESG評価の重要性を下記のように示している。

「世界の政治的および法規制上の課題が時代とともに変遷するにつれて、新たな要因が投資判断により深刻かつ重大な影響を及ぼすようになると思われる。だからこそ、ESGの影響を長期戦略に織り込み、ESG要因と戦略を投資家に適切に伝えることのできる企業は、自社のより明確な将来価値を示すことができるはずであり、また、ESG分析を戦略的に用いることにより、自社の既存の事業モデルにかかる潜在的なコストや負担等を含めて、将来の事業環境を的確に予測することも可能となろう。同様に、ESG要因を適切に解釈し、企業の将来見通しに繋げることのできるファンド・マネージャーやアナリストは、ESG要因に係わるリスクや機会を認識できない競合相手に比べ、より高い優位性を確保することができる。」¹⁷(斜体太字は筆者)

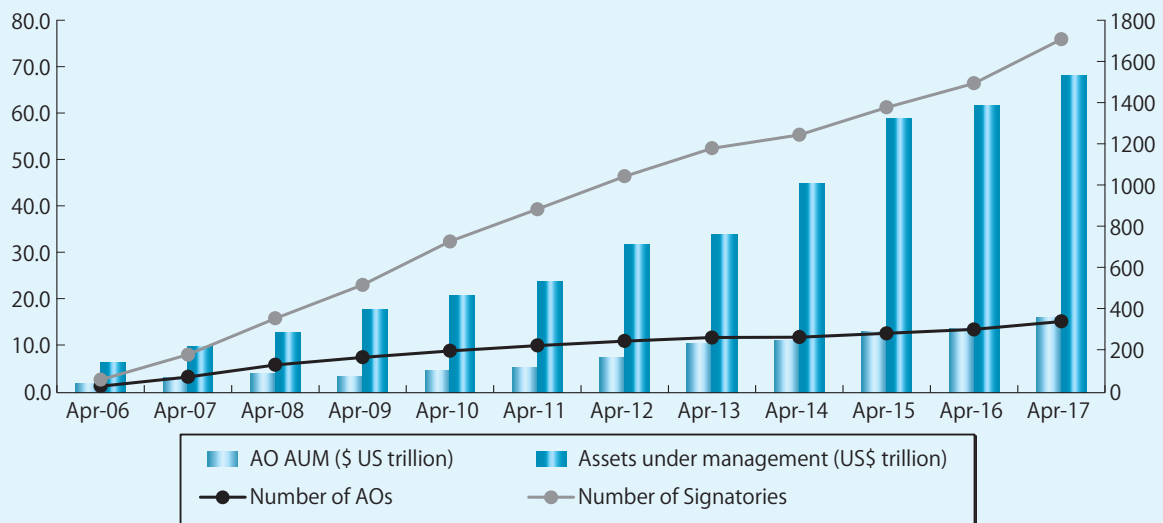
② ESG投資市場の拡大

ESG投資にコミットするアセットオーナー、ESG要因を投資判断に組み込む運用会社、ESG情報を提供するサービスプロバイダーは着実に増えている。ESG投資の世界的プラットフォームであるPRIの広がり、図表2に示した通りである。2006年に設立されて以来11年目で署名機関は1,800を超えた(17年9月28日現在で1,813、うち日本の署名機関は60)。運用会社

16) <http://survey.gov-online.go.jp/h27/h27-shouhisha/index.html>

17) 日本CFA協会翻訳「上場企業のESG(環境・社会・ガバナンス)要因 投資家のためのマニュアル」(2010.6) (Environmental, Social, and Governance Factors at Listed Companies—A Manual for Investors 2008)

図表2 PRI署名機関数（右）と運用資産額（左）の推移



(出所) PRIウェブサイト

の63%、特にトップ50に限ると88%がPRIに署名してESG投資を手掛けており、もはやメインストリームといえよう。

日本では、2015年にGPIFが署名したことによってPRIの知名度が急速に上がり、署名機関も当時の33機関からわずか2年で60機関へと拡大した。これだけ見ると一時的なブームという見方も仕方がないのかもしれない。しかし、この図表から明らかなのは、ESG投資拡大の世界的な潮流に日本がほぼ10年間出遅れて参入した結果にすぎないということである。増えたとはいえ日本の署名機関数は世界の3.3%にすぎず、日本の金融市場の規模には釣り合いなくらいに少ない。


③投資家にとってのESG投資の意義

彼らがなぜESG投資を積極化させるのか。PRI設立のドライバーであった欧米の主要公的年金の場合は、彼らのミッション（金融の力で社会課題解決を図る）と長期パフォーマンス向上が目的であった。そして、それを押し上げたのは受託

者義務の解釈の変化である。これは伊藤論文に詳しいが、ESG投資は2000年代初頭まで受託者責任上問題ありとされたが、パフォーマンスがマイナスでなければ許容されるようになり、さらに現在では、受託者責任上不可欠と解釈されるようになってきた。先に示したCFA協会のマニュアルにある通り、それが評価の精緻化を促すからである。

そしてアセットオーナーのコミットメント拡大は運用会社にとって最大のインセンティブになる。GPIFのようにPRIに署名したアセットオーナーは受託運用機関にも署名を義務付けることが少なくない。さらに、リーマン・ショック以降、運用機関の社会的責任を果たすことも手掛ける要因となる。

さらに、ESG情報開示が充実してきたこともESG投資の拡大を加速化させる。冒頭に述べたように、会計情報の整備が先行して財務情報分析も発展してきている。現在では、ESG情報は任



意開示ではあるが、NPO発のCDPやGRIなどグローバルなフレームワークが多くの上場企業で活用されるようになってきており、FSB（金融安定理事会）では、気候変動情報のフレームワークTCFDを策定し、世界規模で企業に開示を働きかけている。米国ではSASB（サステナビリティ会計基準審議会）が、80以上の業界ごとのサステナビリティ開示フレームワークを策定し、FSBの開示基準に組み込むよう働きかけをしている。財務会計の歴史を見ても自主的な開示が法定開示になるまでには時間の経過が必要である。ESG情報も同様の経過をたどる可能性は高いのではないか。

6. 最後に

筆者の手元に2017年9月12日付の「石油時代の終わりー終焉の有無ではなく時期を問う」というIMFのシニアエコノミストによるブログニュースがある。2040年には電気自動車は先進国の自動車在庫の90%を占めると予想され、2008年から太陽光発電費用は80%、風力発電費用は60%低下したことが触れられている。こうした時代の変化を把握する鍵がESG情報にある。

1980年代にリッター30kmという低燃費車は存在しなかった。しかし、温暖化防止を目指した京都議定書に合わせた企業努力により「プリウス」が生まれ、現在の低燃費車への流れをつくった。技術者はその時点の技術では不可能と言って開発を放棄したりはしなかった。

ファンダメンタル分析による長期投資を手掛ける投資家であれば、「現在のESG情報は財務情報に比べて不完全だから使えない」と拒否するの

ではなく、不完全なESG情報も企業評価に活用する手法を開発・発展させ、より精度の高い評価手法を確立させることが、投資のプロフェッショナルに今求められていることではないだろうか。逆に言えば、企業やパリ協定とSDGsの時代に財務情報だけ評価する運用が果たしてどこまで受け入れられるのか、と考えると答えはおのずから明らかであろう。



[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、ESG投資、
エシカル消費