

2020年5月15日 全7頁

拡大する ESG 投資の評価項目

気候変動への対応に加え、新型コロナウイルスへの対応も

金融調査部 SDGs コンサルティング室 主任研究員 太田珠美

[要約]

- 地域別に見ると、ESG 投資の運用資産規模が最も大きいのは欧州である。最も多く用いられている投資手法は、特定の産業や企業を投資対象から除外するネガティブ・スクリーニングである。投資家によって除外する産業・企業は異なるが、武器やたばこ、ジャンル関連などが多い。
- 近年では気候変動への対応を考慮する投資家が増えている。気候変動にネガティブな影響を与える産業・企業をポートフォリオから外す、ダイベストメントの動きも活発になっている。日本でもメガバンクや大手生命保険会社で石炭火力関連の新規投融資を見合わせる動きがみられる。
- なお、こうした特定のテーマに関わらず、総合的に ESG を評価した結果、一定の水準に達していない企業を投資対象から除外するという投資プロセスを経る機関投資家も増えている。資本市場から資金調達する企業に対しては、ESG 全般に対する取り組み（およびその取り組みについて情報開示を行うこと）を求める声が強まっている。
- 足元では新型コロナウイルスの拡大を受け、投資家の ESG 評価項目として従業員との関係や危機管理、サプライチェーンマネジメントなどが重視されるような変化も生じているようだ。新型コロナウイルスの影響は長期化することも予想される。ESG の観点からは、消費者や従業員の意識も変化する中で、企業がどのように持続的な成長を実現していくのかが、問われることになるのだろう。

1. ESG 投資において存在感を増す「気候変動」

(1) 従来の ESG 投資では武器・たばこなどが排除されてきた

ESG 投資は環境や社会、ガバナンスに対する取り組みを投資判断に考慮する投資手法である。環境は気候変動への対応や生物多様性の維持、水資源や廃棄物の管理など、社会は労使関係や地域コミュニティとの関係、人権、ダイバーシティなど、ガバナンスは情報開示や役員報酬、腐敗防止、リスクマネジメントなどがテーマに挙げられることが多い。ただし、どのテーマを重視して投資判断を行うかは投資家により異なり、投資手法も様々である（図表 1）。

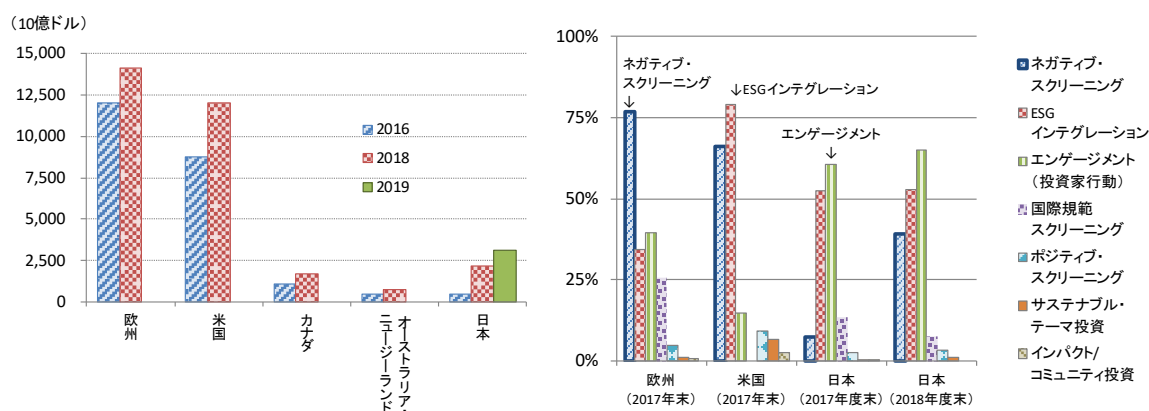
図表 1 ESG 投資の手法

投資手法	概要
ネガティブ・スクリーニング	武器、たばこ、ギャンブル、化石燃料など特定の業界や、関連する企業などを投資対象から除外する手法
ESG インテグレーション	財務情報だけでなく、ESG情報も含めて評価し、投資対象を選定する手法
エンゲージメント（投資家行動）	エンゲージメント（対話）や議決権行使を通じて、企業などにESGへの取り組みを促す手法
国際規範スクリーニング	環境や人権など、国際的な規範への対応が不十分な企業などを投資対象から除外する手法
ポジティブ・スクリーニング	ESG評価が相対的に高い業界や企業などに投資する手法
サステナブル・テーマ投資	クリーンエネルギーやグリーンテクノロジー、持続可能な農業など、持続性と特に関連のあるテーマ、資産に対して投資する手法
インパクト/コミュニティ投資	社会的課題や環境問題の解決を狙った投資

（出所）GLOBAL SUSTAINABLE INVESTMENT ALLIANCE “2018 GLOBAL SUSTAINABLE INVESTMENT REVIEW” より大和総研作成

図表 2 のとおり、ESG 投資の運用資産規模が最も大きい欧州では、ネガティブ・スクリーニングという手法が最も活用されている。欧州では 18 世紀ごろから宗教法人が宗教的価値観・教義に基づいて資産運用を行っていたと言われており、これが ESG 投資の起源とも言われている。

図表 2 地域別の ESG 投資の残高（左図）と各投資手法が全体に占める比率（右図）

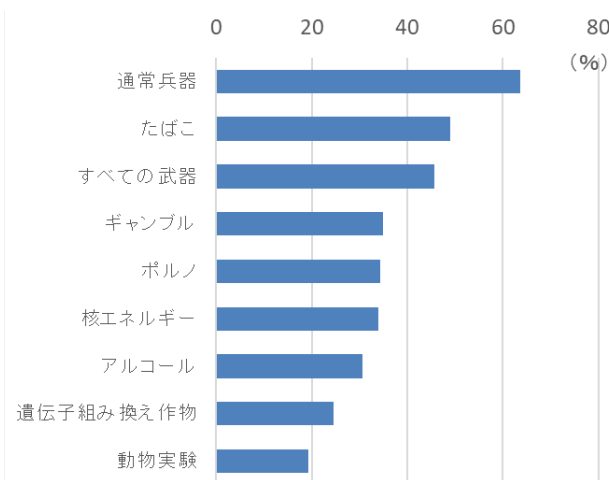


（注）左図の凡例は報告書の公表年であり、数値は前年末（日本は前年度末）時点の数値。右図は複数回答（複数の投資手法を組み合わせるケースがあり、合計値は 100%にならない）。また、日本の 2018 年度末の数値は、インパクト/コミュニティ投資をサステナブル・テーマ投資に含めて集計している。

（出所）GLOBAL SUSTAINABLE INVESTMENT ALLIANCE “2018 GLOBAL SUSTAINABLE INVESTMENT REVIEW”、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 2019」、三菱 UFJ 銀行より大和総研作成

欧州の機関投資家が投資除外リスト（Exclusive List）に指定する産業・企業としては、武器やたばこ、ギャンブルなどが多い（図表3）。

図表3 欧州において特定の項目を投資除外リストに指定している機関投資家の比率（上位）



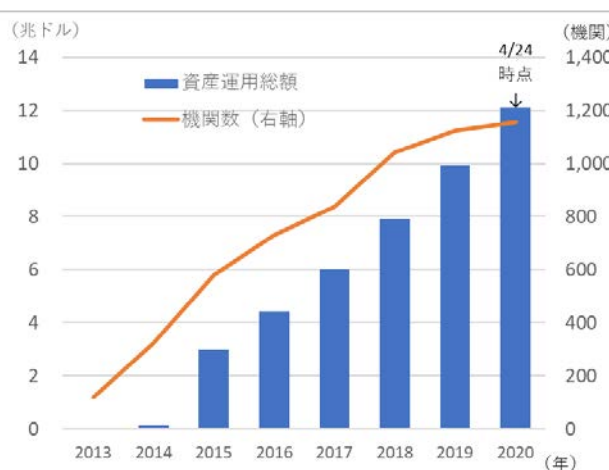
（注）通常兵器（Conventional Weapons）とは大量破壊兵器以外の在来型兵器を指す。実際にどの範囲まで投資除外に指定するかは運用機関によって異なるが、代表的な例としては、クラスター爆弾や対人地雷が挙げられる。

（出所）European Sustainable Investment Forum “EUROPEAN SRI STUDY 2018” より大和総研作成

（2）「化石燃料関連」を投資除外対象とする運用機関が増加傾向

近年では、気候変動に悪影響を与える化石燃料関連の産業・企業をネガティブ・スクリーニングの対象に加え、既に行っていた投融資を引き揚げる「ダイベストメント」を表明・実行する機関が世界的に増えている（図表4）。

図表4 化石燃料からの投資撤退を表明（実施予定を含む）している機関の数と資産運用総額

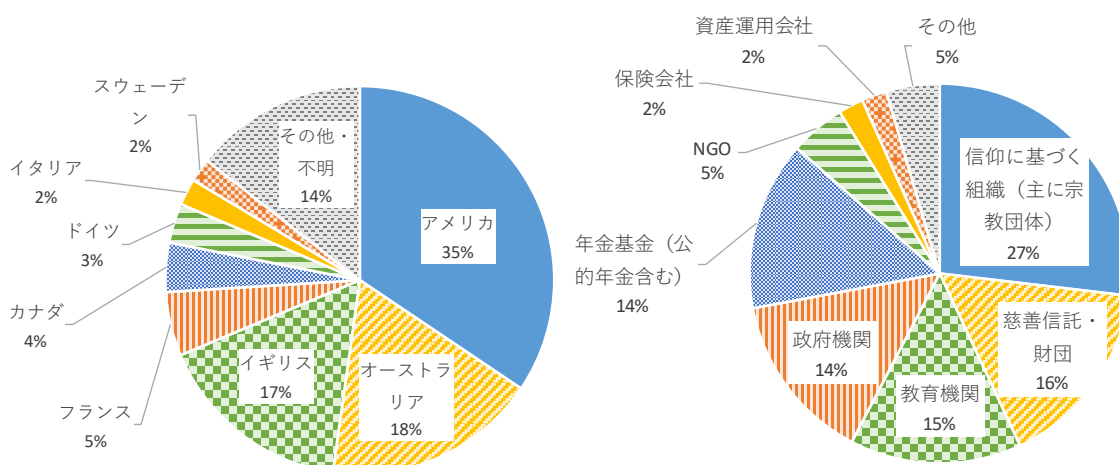


（注）資産運用総額は各機関の運用資産の合計値である。

（出所）DivestInvest ウェブサイト（2020年4月24日アクセス）より大和総研作成

機関の所在国内訳を見ると、アメリカが最も多く、次いでオーストラリア、イギリス、フランス、カナダとなっている（図表5）。ダイベストメントを表明している機関の組織形態に関しては、信仰に基づく組織（主に宗教団体）が最も多く、次いで慈善信託・財団、教育機関となっている。ただし、これはアメリカの構成による影響が大きく、例えばオーストラリアでは年金基金が、イギリスでは教育機関が、フランスでは政府機関が最も多い。

図表5 化石燃料からの投資撤退を表明（実施予定を含む）している機関の国別割合（左図）と組織形態の割合（右図）



（出所）DivestInvest ウェブサイト（2020年4月24日アクセス）より大和総研作成

アメリカはトランプ大統領がパリ協定からの離脱を国連に通告しており、気候変動への対応に消極的とみられることもあるが、州レベルでは例えばカリフォルニア州やマサチューセッツ州、ニューヨーク州など24州とプエルトリコ自治連邦区がUNITED STATES CLIMATE ALLIANCEを結成し、パリ協定達成に向けて取り組むことを打ち出している¹。また民間レベルで積極的に取り組む企業・団体も少なくない。US SIF Foundationの調査結果によれば、アメリカの投資家（Money ManagerおよびInstitutional Investor）がESG投資において考慮するテーマの上位には、気候変動が挙げられている²。

ダイベストメントの基準は投資家によって異なり、石炭・石油・ガスの採掘に関与するすべての企業（プロジェクト）とするケース、石炭関連事業の収益が30%以上の企業に限定するケースなど、様々である。EUではサステナブル・ファイナンス行動計画の一環で、環境的にサステナブルな事業とそうでない事業の分類（タクソノミー）作成が進んでおり、気候変動の緩和と適応についての作業が先行して行われている³。将来的にはEU域内の投資家がタクソノミーにお

¹ UNITED STATES CLIMATE ALLIANCE ウェブサイトより（2020年4月30日アクセス）

² US SIF Foundation “Report on US Sustainable, Responsible and Impact Investing Trends 2018”より。2018年初の数値。Money ManagerとInstitutional Investorにそれぞれ調査を行っており、Money Managerは上位から気候変動・たばこ・紛争リスクであるのに対し、Institutional Investorは紛争リスク・たばこ・気候変動である。

³ EUのサステナブル・ファイナンス行動計画およびタクソノミーの概要については吉井一洋・鈴木利光・藤野大輝「進むEUサステナブル・ファイナンスの制度改正」（『大和総研調査季報』2020年1月新春号（Vol. 37））を参照。

いて環境的にサステナブルである（グリーンである）と分類される事業に投資をシフトさせていくことが予想され、ダイベストメントの動きが一層加速するものとみられる。

（3）日本でも気候変動への関心が高まる

日本において ESG 投資が急速に拡大したきっかけは、GPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）の PRI（国連の責任投資原則）署名（2015 年）である。その GPIF が国内株式の運用受託機関に調査を実施したところ、国内株式を対象にパッシブ運用を行っている機関が考慮する ESG 課題で最も多く挙げられたのは、気候変動・サプライチェーン・不祥事であった（図表 6）。

図表 6 GPIF の国内株式運用受託機関が考慮する ESG 課題

国内株式パッシブ機関		国内株式アクティブ機関	
順位	項目	順位	項目
1	気候変動	1	取締役会構成・評価
1	サプライチェーン	2	資本効率
1	不祥事	2	少数株主保護（政策保有等）
4	資本効率	4	サプライチェーン
4	情報開示	5	コーポレートガバナンス
4	人権と地域社会	5	情報開示
4	ダイバーシティ	5	不祥事
4	その他（ガバナンス）	5	労働基準

（注）2018 年 12 月時点で GPIF が株式運用受託機関に対して行った調査。
（出所）年金積立金管理運用独立行政法人「2018（平成 30）年度 業務概況書」より大和総研作成

日本では 2015 年にコーポレートガバナンス・コードが作成され、ESG 課題の中でもコーポレート・ガバナンスに焦点があたるが多かった。しかし、2017 年に TCFD（気候関連財務情報開示タスクフォース：Task Force on Climate-related Financial Disclosures）の最終報告書が公表され、日本における賛同機関数も増加している。2018 年以降、大手生命保険会社やメガバンクなどが相次いで石炭火力関連の新規プロジェクトへの投融資を停止する動きを見せており、日本でも気候変動は重要なテーマになりつつある。

2. 新型コロナウイルスにより新たに注目される ESG テーマ

特定のテーマに特化するのではなく、総合的に ESG を評価し、一定の水準に達していない企業を投資対象から除外するという投資プロセスを取る機関投資家も増えている。資本市場から資金調達する企業に対しては、ESG に対する取り組み（およびその情報開示）を求める声も高ま

っている。一方、事業内容によって投資家が評価する ESG 項目は異なる。例えば環境負荷が相対的に大きい業種（自動車や鉄鋼、化学、電力など）もあれば小さい業種（金融機関や小売業、メディアなど）もある。前者は環境対策が重視されるだろうが、後者は環境以外（例えば従業員との関係や、地域コミュニティとの関係など）の項目が重視されるだろう。投資家によっても ESG の評価方法が異なることから、自社が ESG の観点からどのように評価されているのか知るためには、株主である投資家と対話（オンラインやメールのやり取りを含む）をすることが必要である⁴。

なお、新型コロナウイルスの影響で、投資家側が重視する ESG 項目にも変化を伝える報道等も増えている。従来、ESG 投資で注目されていたのは G（コーポレート・ガバナンス全般）や E（特に気候変動）であったが、S への関心が高まっているようだ。例えば、業績が悪化した企業が従業員を解雇したり、給与の減額に踏み切る事例が増えており、労使関係への関心が高まっている。また、職場における感染リスクの低減など従業員のサポート体制、リモートワークの導入といった職場環境の整備も注目されている。製造業では部品調達が困難になり、生産調整せざるを得ない企業もあり、サプライチェーンマネジメントの重要性も改めて認識されている。

PRI は 2020 年 3 月に新型コロナウイルスの危機を踏まえ、責任のある投資家の行動を提言している（図表 7）。この提言をどのように取り入れるかは、投資家によって異なるが、投資家の評価軸が、今回の新型コロナウイルスをきっかけに変わる可能性は高い。新型コロナウイルスの影響は長期化することも予想される。消費者や従業員の意識も変化する中で、企業がどのように持続的な成長を実現していくのかが、当面の ESG 評価のポイントとなるのだろう。

⁴ ESG 評価機関による ESG 格付などを参考にしているケースもある。ESG 格付の詳細は田中大介「[ESG 格付はどのように利用されているか](#)」（2020 年 4 月 7 日）を参照。

図表7 責任のある投資家としての行動

1	危機管理がうまくいっていない企業に対しエンゲージメントをする（従業員の保護・経済的サポートに失敗している企業や、高額な役員報酬や自社株買いを実施しようとしている企業には積極的に問題提起する）
2	危機の背後に隠れている、もしくは危機により悪化する問題についてエンゲージメントをする（特に今回の騒動に隠れ、本来公表すべき情報を公表しない企業、新型コロナウイルスに対応するという大義名分のもと、環境や社会に悪影響を与えるような行動をしている企業に働きかける）
3	経営陣が新型コロナウイルス対応に集中できるよう、投資家はエンゲージメントの優先順位を再構築する
4	新型コロナウイルスを収束させ、経済を回復させるための政府の施策を支援する
5	バーチャル株主総会に参加する
6	企業や政府機関の財政支援の要求を受け入れる
7	投資の意思決定に長期的な視野を持つことを維持する

（注）訳は筆者による。なお、2に関しては外出自粛に伴い配送需要が増え、運送業に従事する労働者の労働条件が悪化するといったケースや、加工食品の利用が増加し、パーム油の需要が増えて森林伐採が行われる、といったことなどが想定されている。

（出所）PRI “How responsible investors should respond to the COVID-19 coronavirus crisis”（2020年3月27日）