

# ポストコロナ時代に求められる資本市場を通じた社会課題の解決

金融調査部 太田 珠美／柿沼 英理子

## 要約

新型コロナウイルス感染拡大への対応は、感染症対策の強化に加え、社会的弱者の支援、経済対策など多方面から取り組むことが求められる。様々な主体によるコロナ債の発行、機関投資家によるエンゲージメント優先順位の見直しなど、発行体・投資家による取り組みも活発だ。背景として、社会課題の解決に取り組まないと、中長期的な経済成長が阻害され、自らにも跳ね返り得るという認識が広がっていることが考えられる。

今回の新型コロナウイルスにより顕在化・深刻化した社会課題の解決には、E S G投資・社会的インパクト投資の果たす役割が期待される。近年、パリ協定など国際的な動きもあり、E S G投資は特に気候変動問題への対応がフォーカスされてきた。今後は労使関係など社会的側面への関心が高まる可能性がある。社会的インパクト投資に関しては従来非営利組織などを中心に拡大してきたが、ブラックロックのような大手機関投資家が取り組む事例が出てきている。E S G投資や社会的インパクト投資に対し受託者責任の観点から是非を問う声もあるが、今回のコロナ禍は、最終的な資金の出し手（個人）の意識を変え、E S G投資 / 社会的インパクト投資が一層拡大するきっかけとなる可能性がある。

## 目次

- 1章 コロナ対策に積極的に関わる投資家・発行体
- 2章 新型コロナによって顕在化 / 深刻化したS D G s 課題
- 3章 ポストコロナのE S G投資 / 社会的インパクト投資

## 1章 コロナ対策に積極的に関わる投資家・発行体

### 1. 新型コロナウイルスがもたらした被害

世界中で猛威を振るう新型コロナウイルス（以下、新型コロナ）は人々の健康を脅かしている。また、感染拡大を防止するために外出の自粛等が要請され、経済活動にも影響が生じている。これらの対策として、ワクチン開発や医療提供体制の整備、停滞した経済活動により被害に遭った人の救済など、各国で様々な対策が取られている。

新型コロナ対策のための機動的な資金提供を行う上で、民間部門で大きな役割を果たしているのが米国の大規模な民間非営利財団である。例えば、ビル&メリンダ・ゲイツ財団は、アジア・アフリカ地域を中心とする医療体制の構築や、検査能力の拡充、ワクチン開発のために巨額の資金を提供しており、その額は数億ドルに及ぶ。この資金は、寄付あるいは投資の形態で提供されている。また、ロックフェラー財団は、米国内での検査能力拡充のためのアクションプランに1,500万ドルの資金提供を行うことを表明している<sup>1)</sup>。このアクションプランは、連邦政府および医療機関との協力の下、①新型コロナの検査数を増やす、②検査や被検者の追跡を行うための医療法人を設立する、③検査結果が蓄積されたユニバーサル・データ・プラットフォームを設立する——の三つのステージに分かれている。

### 2. コロナ債による資金調達

国際機関などを中心に、医療体制の構築や企業の資金繰り支援など新型コロナ関連対策を資金使途とする債券（以下、コロナ債）の発行を増やしている。ICMA（国際資本市場協会）は2020年3月、資金使途が新型コロナ対応である債券はソーシャルボンド（社会にポジティブなインパクトをもたらすプロジェクトを資金使途とする債券）になり得るとして、Q&Aおよびケーススタディを公表している。これにより、ソーシャルボンドとしてのコロナ債発行が行いやすくなり、今後さらに民間企業の発行も増えていくことが期待されている。

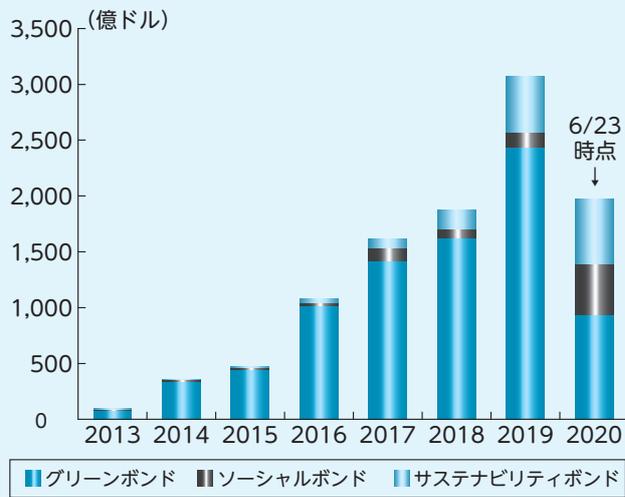
ソーシャルボンドは、グリーンボンド（環境にポジティブなインパクトをもたらすプロジェクトを資金使途とする債券）やサステナビリティボンド（ソーシャルボンドとグリーンボンドの両側面を持つ債券）と併せ、国内ではSDGs債<sup>2)</sup>と称されている。SDGs債の発行はグリーンボンドを中心に増加していたが、コロナ債の発行が増えたこともあり、ソーシャルボンドの発行も増加している（図表1-1）。

国内でも、6月に三菱UFJフィナンシャル・グループが新型コロナにより経済的被害に遭った中小企業向けの資金繰り支援などを資金使途を含むコロナ債（サステナビリティボンド）を5億ユーロ（約600億円）発行した。また、大和証券グループ本社はICMAのソーシャルボンドガイドラインに沿ったものではないが、新型コロナで学校や学童保育が休校・閉鎖される中、経済的な理由か

1) The Rockefeller Foundation website

2) SDGs（Sustainable Development Goals：持続可能な開発目標）は2015年に国連サミットで採択された世界全体の目標である。SDGs債という呼称は日本証券業協会が提唱したものであり、主に国内で用いられている用語である。

図表1-1 世界全体のSDGs債の発行状況



(出所) Refinitivから大和総研作成

ら十分な教育が受けられない子どもを支援する基金に調達した資金の一部を寄付する「大和証券グループ未来応援ボンド」を発行している。

### 3. 機関投資家の変化

世界最大級の資産運用会社ブラックロックは2020年3月に、気候変動問題やマイクロファイナンス事業に取り組む企業を投資対象とする、SDGs課題の解決にフォーカスしたオープンエンド型投資信託を設定したが、新型コロナのワクチンや医療機器を開発する企業も投資対象となる見通しであると述べている<sup>3)</sup>。

近年環境・社会・ガバナンスを考慮するESG投資が拡大しているが、今回の感染拡大を受け、従業員の健康や雇用の保障など、ESGのSに分類される、人的資本管理に関連するリスクが顕在化している。世界各地の工場で稼働が停滞し、サプライチェーンマネジメントも課題として認識されている。投資家は企業に対してこうした危機への対応に集中するよう働きかけていく動きを見せ

ている。

PRI（責任投資原則）は2020年3月に機関投資家向けにパンデミックに対して早急に取り組むべき対応について提言を公表した。この中で、①クライシス・マネジメントを適切に行っていない企業（従業員の安全や生活資金を保障できていない、役員報酬や短期の株主リターンを優先しているなど）に対してエンゲージメントを行う、②危機の最中で隠蔽されている、もしくは悪化している課題に対してエンゲージメントを行う、③企業がクライシス・マネジメントに集中できるよう、エンゲージメント・テ

マの優先度を見直す、④政府・企業レベルでの取り組みに対して支持を表明する、⑤バーチャル株主総会に出席し、投資先企業に対して適切に監督を行う、⑥投資先企業の資金需要に応える、⑦投資の意思決定において長期志向を維持する——の七つのアクションを示している。

①に関連する動きとしては、世界の年金基金や資産運用会社からなるネットワークICGN（International Corporate Governance Network）も、「ICGNの共同のガバナンス責任に関する声明」（2020年4月23日）を公表しており、「企業にとってのガバナンスの優先順位」を示した。この中で、「正社員も派遣社員も含め、すべての職員の健康と福利を確保するために、従業員を公平に扱」い、「可能な場合には、特に社会保障が脆弱、または存在しない国において、人員削減を避けるべきである」ことが配当の維持に先立つ最優先課題として示され、これが達成できなければ配当の減額や停止も容認されると述べている。

③に関連する動きとしては、新型コロナ危機下

3) Climate Action“BlackRock launches sustainable investing-focused impact fund”, 21 April 2020

における一時的な措置として大手議決権行使助言会社のグラスルイスが、「買収防衛策の有効期間が1年以内」であること、「新型コロナウイルス感染症のパンデミックの影響で買収防衛策を導入するという正当な根拠の開示」を行うことを条件に、短期的買収防衛策を容認する方針を示した。ISS (Institutional Shareholder Services) もROE基準（過去5期平均の自己資本利益率が5%を下回りかつ改善傾向にない場合、取締役選任議案に反対を推奨）の適用猶予など、新型コロナの影響を踏まえた対応方針を示した。

ブラックロックは2020年第1四半期のグローバル・スチュワードシップ・レポートにおいて、新型コロナへの対応のために企業側の非財務情報の開示への優先度が下がることに対して一定の理解を示した（同社は年初に投資先企業に宛てられた書簡において、企業がTCFD（気候関連財務情報開示タスクフォース）やSASB（米国サステナビリティ会計基準審議会）のフレームワークに基づく開示を行うよう、求めている）。

#### 4. 投資家はなぜこの問題に関心を持つのか

国際機関や各国政府、民間非営利財団だけでなく、金融機関、機関投資家などが積極的にこの問題の解決に貢献しようとしている。この背景には、持続的な経済成長が実現しなければ、自らの成長もかなわない、という認識が醸成されつつあることが考えられる。短期的に影響がないからと社会課題を放置することはリスクになり得るということだ。著名な投資家であるジョージ・ソロス氏が創設したOpen Society Foundationsは、新型コロナ対策として1億3,000万ドルを拠出しているが、それは主に影響を受けやすい低所得者の

支援や難民・移民などの支援に充てられる。こうした層に何も支援がなければ、不平等が固定化され、地球規模の重大な問題につながることを懸念したためであるという。

近年、企業や投資家などからSDGsやESG、サステナビリティという言葉をよく耳にするようになった。環境的な配慮（汚染物質の流出防止や適切な廃棄物処理など）をしなかったり、労働者に対する適切な配慮（人権やダイバーシティを含む）をしなかったり、短期的な経済的利益を最優先する行動は、社会に負の影響を与え、中長期的には自らの損失として返ってくるリスクとして認識されつつある。これは、2000年代後半のリーマン・ショックの反省も大きいだろう（詳細は第3章）。

## 2章 新型コロナによって顕在化 / 深刻化したSDGs課題

新型コロナは人類が直面した新しいウイルスではあるが、そこから発生した被害への対応は、従来われわれが抱えていた社会課題の解決策と共通するものも多い。これまで指摘されていた社会課題が、新型コロナの感染拡大により顕在化 / 深刻化したという見方もできるだろう。SDGsは、世界中の様々な社会課題を17の目標と169のターゲットにまとめ、2030年までにその全ての達成を目指すものである。あらためてこの目標とターゲットを見ていくと、今回の新型コロナ対策に深く関わる項目が多く掲げられていることがうかがえる（図表2-1）。

図表2-1 新型コロナウイルスの感染拡大によって拡大する社会課題とSDGsの関係

|  |  |
|--|--|
| <p>直接的な被害：<br/>健康被害（人命<br/>が失われる）</p>                          | <p>(SDGs1.5) 2030年までに、貧困層や脆弱な状況にある人々の強靱性（レジリエンス）を構築し、気候変動に関連する極端な気象現象やその他の経済、社会、環境的ショックや災害に暴露や脆弱性を軽減する。<br/>(SDGs3.3) 2030年までに、エイズ、結核、マラリア及び顧みられない熱帯病といった伝染病を根絶するとともに肝炎、水系感染症及びその他の感染症に対処する。<br/>(SDGs3.8) すべての人々に対する財政リスクからの保護、質の高い基礎的な保健サービスへのアクセス及び安全で効果的かつ質が高く安価な必須医薬品とワクチンへのアクセスを含む、ユニバーサル・ヘルス・カバレッジ（UHC）を達成する。<br/>(SDGs3.b) 主に開発途上国に影響を及ぼす感染性及び非感染性疾患のワクチン及び医薬品の研究開発を支援する。また、知的所有権の貿易関連の側面に関する協定（TRIPS協定）及び公衆の健康に関するドーハ宣言に従い、安価な必須医薬品及びワクチンへのアクセスを提供する。同宣言は公衆衛生保護及び、特にすべての人々への医薬品のアクセス提供にかかわる「知的所有権の貿易関連の側面に関する協定（TRIPS協定）」の柔軟性に関する規定を最大限に行使する開発途上国の権利を確約したものである。</p>   |
| <p>間接的な被害：<br/>経済活動の停滞<br/>（人件費の削減、<br/>設備投資や研究<br/>開発の抑制）</p> | <p>(SDGs8.1) 各国の状況に応じて、一人当たり経済成長率を持続させる。特に後発開発途上国は少なくとも年率7%の成長率を保つ。<br/>(SDGs8.2) 高付加価値セクターや労働集約型セクターに重点を置くことなどにより、多様化、技術向上及びイノベーションを通じた高いレベルの経済生産性を達成する。<br/>(SDGs8.3) 生産活動や適切な雇用創出、起業、創造性及びイノベーションを支援する開発重視型の政策を促進するとともに、金融サービスへのアクセス改善などを通じて中小零細企業の設立や成長を奨励する。<br/>(SDGs8.5) 2030年までに、若者や障害者を含むすべての男性及び女性の、完全かつ生産的な雇用及び働きがいのある人間らしい仕事、ならびに同一労働同一賃金を達成する。<br/>(SDGs8.8) 移住労働者、特に女性の移住労働者や不安定な雇用状態にある労働者など、すべての労働者の権利を保護し、安全・安心な労働環境を促進する。<br/>(SDGs8.9) 2030年までに、雇用創出、地方の文化振興・産品販促につながる持続可能な観光業を促進するための政策を立案し実施する。<br/>(SDGs9.5) 2030年までにイノベーションを促進させることや100万人当たりの研究開発従事者数を大幅に増加させ、また官民研究開発の支出を拡大させるなど、開発途上国をはじめとするすべての国々の産業セクターにおける科学研究を促進し、技術能力を向上させる。</p> |
| <p>その他</p>   | <p>(SDGs3.c) 開発途上国、特に後発開発途上国及び小島嶼開発途上国において保健財政及び保健人材の採用、能力開発・訓練及び定着を大幅に拡大させる。<br/>(SDGs10.4) 税制、賃金、社会保障政策をはじめとする政策を導入し、平等の拡大を漸進的に達成する。<br/>(SDGs17.10) ドーハ・ラウンド（DDA）交渉の結果を含めたWTOの下での普遍的でルールに基づいた、差別的でない、公平な多角的貿易体制を促進する。<br/>(SDGs17.13) 政策協調や政策の首尾一貫性などを通じて、世界的なマクロ経済の安定を促進する。</p>  |

（出所）外務省「我々の世界を変革する：持続可能な開発のための2030アジェンダ」から大和総研作成

## 1. 国際的な医療体制構築

### 1) 医療アクセスの問題

例えば、今回のパンデミックに最も直接的に関連するのは、SDGsの目標3の「あらゆる年齢のすべての人々の健康的な生活を確保し、福祉を促進する」である。WHO（世界保健機関）は各国に対しウイルスの封じ込めを求めるとともに、国際社会に対して医療体制が脆弱な開発途上国への支援の強化を呼びかけている。WHOのアフリカ地域事務所が5月7日に公表した予測によれ

ば、感染抑制に失敗した場合、アフリカ47カ国、総人口約10億人のうち、今後1年以内に2,900万～4,400万人が感染し、8万3,000～19万人が死亡する可能性があるとしており、国際的な支援が必要とされている<sup>4</sup>。

SDGs目標3のターゲットには、ユニバーサルな医療提供体制の構築や、ワクチン・医薬品の開発支援、ならびに安価なワクチンや必須医薬品へのアクセスを提供することなどが掲げられている。

新型コロナ感染拡大前から、医療提供体制は、

4) World Health Organization Regional Office for Africa “New WHO estimates: Up to 190 000 people could die of COVID-19 in Africa if not controlled”, 7 May 2020

相対的に開発途上国で整備が遅れており、また先進国であっても貧困層やマイノリティなど社会的弱者が必要な医療を受けられないなどの課題が指摘されていた。また、医薬品へのアクセスについては感染症が拡大しやすい開発途上国において治療薬をいかに安く購入するかが課題である一方、TRIPS協定<sup>5</sup>により特許権に対する保護が弱まったり、コピー薬が大量生産されると、製薬会社の新薬開発意欲が衰え、将来のためにならないとする先進国の間で、意見の相違があった。

2020年5月18日に開幕したWHO総会において採択された決議文には、TRIPS協定ならびにドーハ宣言<sup>6</sup>と整合的な形でワクチンへの公平で普遍的なアクセスを実現するよう呼びかける文言が盛り込まれた。この決議は欧州によって提案されており、多くの国によって支持された。

一方、米国や英国など製薬産業が盛んな国では特許権が制限されることに関して慎重な姿勢であったため、決議文はあくまでも自発的な取り組みを促す表現にとどめられた<sup>7</sup>。

こうした国家間の意見の相違がある中、製薬会社や研究機関は特許の活用を促進するための自発的な取り組みを進めている。国連が支援するメディシン・パテント・プール(MPP)は、医薬

品に関する特許を一括管理し、開発途上国に手ごろな価格で医薬品が行き渡るようにしている。オックスフォード大学は、パンデミックが続く間、特許を開放することを表明し、ガイドラインを公表した。米国ではスタンフォード大学、ハーバード大学、マサチューセッツ工科大学をはじめとする複数の大学が連名で同様の措置を取ることを表明している。

## 2) 他の感染症対策が遅れる懸念

SDGsのターゲットには、エイズ、結核、マラリアなどの伝染病の根絶と、肝炎、水系感染症およびその他の感染症に対処することが掲げられているが、新型コロナの感染拡大の影響で、これらの感染症の拡大が懸念されている。

航空便の減少により必要な物資が届けられなくなったり、医療従事者がパンデミックの対応に追われていたり、外出規制によりワクチン接種会場まで行けないことなどを背景に、予防接種プログラムが中断に追い込まれている。WHOが2020年4月23日に公表したレポート<sup>8</sup>では、新型コロナ感染拡大の影響を受けて、サハラ以南へのマラリア治療薬の提供が75%減少した場合、同地域におけるマラリア感染による死者数は2018年比

5) 知的所有権の貿易関連の側面に関する協定。国際的な自由貿易秩序を維持・形成するため、知的財産権の十分な保護や権利行使手続の整備をWTO(世界貿易機関)加盟国に義務付けることを目的とした協定であり、医薬品にも特許制度の導入が義務付けられている。しかし、特許使用料によって医薬品価格が上昇すると、開発途上国の医薬品へのアクセスが妨げられる懸念があり、同協定では、一定の条件を満たす場合には強制実施権の発動を認めている。強制実施権が発動されると、特許権者へ事前の許諾を得ることなく当該技術を利用して医薬品を生産することが可能になる。

6) 知的所有権の貿易関連の側面に関する協定と公衆の健康に関する宣言。TRIPS協定が締結された当初、強制実施権の発動は「主として国内市場への供給のために許諾される」と規定されており、医薬品を生産する能力のない国に輸出することは、これに抵触する恐れがあった。そこで、2001年のWTO閣僚会議において、医薬品の生産能力を有していない国がエイズ、結核、マラリア等の感染症に対処する際に、第三国による医薬品の生産、輸出を可能とする法的根拠を認めた同宣言が採択された。その後2017年にWTO加盟国の3分の2が受諾し、ドーハ宣言を受けたTRIPS協定改訂議定書が受託国において発効した。

7) The Guardian "US and UK 'lead push against global patent pool for Covid-19 drugs'", 17 May 2020.

8) World Health Organization "The potential impact of health service disruptions on the burden of malaria", 23rd April 2020

で2倍になり、マラリアによる死亡率が20年前の水準に後退する恐れがあると警鐘を鳴らしている。

また、WHO、UNICEF（国連児童基金）の発表<sup>9</sup>によると、予防接種プログラムが実施できないことにより、先進国・開発途上国合わせて68カ国、8,000万人の1歳未満の乳幼児がジフテリア、はしか、ポリオへの感染リスクがあると警告している。国際機関や各国政府、民間セクターが協力して航空輸送経路を確保するなど、医療提供体制を維持することで予防可能な感染症の蔓延を防ぐことが求められている。

### 3) 各国による医薬品の囲い込みが自由貿易を妨げる可能性

また、貿易の自由化に逆行する動きが医療物資の流通を妨げている。感染拡大防止の観点から工場の稼働が停止し、製品の供給が遅れるというサプライチェーンの問題もあるが、医療資源や食料などの輸出入に制限を設ける国が増えている。2020年4月23日にWTOが公表した報告書<sup>10</sup>によれば、80カ国・関税地域において、新型コロナに関連して輸出禁止または制限措置を導入しているという。防護服や消毒剤、医療器材など医療関連製品の他、国内の食料安定供給の観点から食品（小麦や米など）に関して導入している国も少なくない。輸出側の国が危機的な状況であれば、その状況を考慮する必要はあるが、世界的な感染拡大を防止し、経済成長を再び活気づけるためにも自由貿易は維持されるべきであろう。

WTOとIMFは2020年4月に「新型コロナ

ウイルスへの対応と貿易に関するWTO・IMF共同声明」（外務省ウェブサイト）を公表しているが、そこでは「各国が一斉に輸出規制を行えば、それは危険なほどに逆効果をもたらす。一国の緊急事態において道理にかなうことも、世界的な危機では大きな悪影響を与えうる。」との懸念が示され、「医療品の生産を増やすためには、既存の国境を越える生産および流通ネットワークを基礎とすることが不可欠」であることを指摘した。また、食料については、供給力が十分あるにもかかわらず輸出規制が行われつつあるとし、過去の経験から食料輸出規制はすぐに国をまたいで拡大し、価格上昇につながると警告している。

## 2. 経済成長の低迷

### 1) 雇用への影響

新型コロナ拡大の被害は前述の医療に関連するものだけではない。感染を抑えるために経済活動を抑制するなど、人々の活動の変容を通じて生産・消費の低下、研究開発の停滞、倒産・失業者の増加など副次的な被害をもたらす。IMFが2020年6月に公表した「世界経済見通し（WEO）」によれば2020年の世界の実質GDPの予測は前年比▲4.9%であった。2020年6月8日に公表された日本の2020年1～3月期の実質GDP成長率を見ても前期比年率▲2.2%（改定値）となり、個人消費や輸出など幅広い需要項目が前期から減少している。新型コロナの影響が色濃く表れる4～6月期の実質GDP成長率はさらに低下することが予想されている。

企業に焦点を当てて見ていくと、生活必需品関

9) World Health Organization News Room“Agencies call for joint effort to safely deliver routine immunization and proceed with vaccination campaigns against deadly vaccine-preventable diseases.”, 22 May 2020

10) WORLD TRADE ORGANIZATION“EXPORT PROHIBITIONS AND RESTRICTIONS”（2020年4月23日）より。

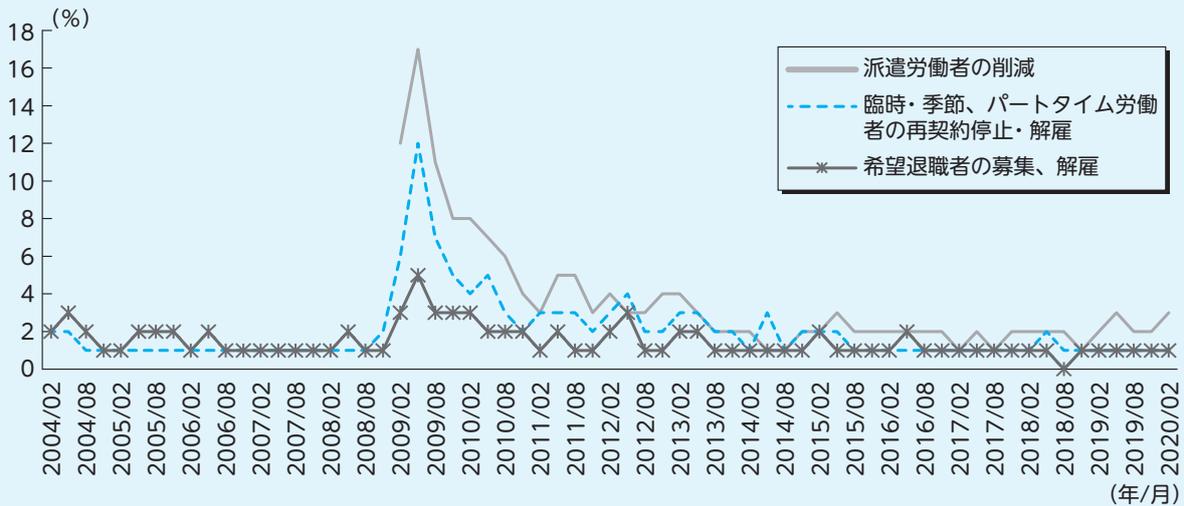
連やITサービスなど一部の業種を除く多くの企業が、経済活動の自粛に伴う売上高の減少に直面している。人件費の削減(賃金の減額や解雇など)に踏み切ったり、設備投資や研究開発費を抑制するといった経費削減に踏み込まざるを得ない企業も増えているものとみられる。

人件費の削減は非正規労働者にしわ寄せがいきやすい。2000年代後半のリーマン・ショックの際は、雇用調整の手段として非正規労働者(パートタイム労働者や派遣労働者)の削減が用いられるケースが多かった(図表2-2)。また、新規雇用の抑制も行われ、求人数を抑制する企業、採用内定を取り消す企業などもあった。こうした影響を受けやすいのは、女性や若者といった、社会的に弱い立場とされる人々である(総務省「労働力調査」によれば非正規労働者の約7割は女性<sup>11)</sup>である。日本は雇用慣行として新卒採用が一般的であり、新規雇用の見合わせにより職が得られない

という不利益を被るのは若年層である)。経済基盤が不安定である層に影響が及びやすいということになる。

これは日本国内だけでなく、海外でも同様である。米国の労働市場を対象とした研究<sup>12)</sup>によれば、人との接触が多い仕事に就く人ほど在宅勤務が可能ではない確率が高く、また、平均以下の賃金で働いている傾向にある。そうした仕事に就いている人は大卒でない人が多い。人との接触が多い仕事は、2020年2月から3月の間に、そうでない仕事に比べより多くの雇用が喪失していることが分かっている。これらのことから、もともと社会的に弱い立場にあった人々がパンデミックの下で感染リスクや失業や、ソーシャル・ディスタンス政策の長期化によって経済的に困窮するリスクにより晒されやすいことが指摘されている。支援策を決定する際には、優先的に支援が必要な人々を特定することが求められる。

図表2-2 企業はどのような方法で雇用調整を実施したか(複数回答)



(注) 調査対象は調査対象業種(全12産業)に属する常用労働者30人以上を雇用する事業所。年/月は報告書の公表時期であり、実績としてはその前四半期となる(例えば2004/2は2003年10~12月の実績)。派遣労働者の削減は2009年2月から(出所)厚生労働省「労働経済動向調査」から大和総研作成

11) 2020年(令和2年)1~3月期平均。

12) Mongey, Simon and Pilossoph, Laura and Weinberg, Alex, "Which Workers Bear the Burden of Social Distancing Policies?", 26 April 2020. University of Chicago, Becker Friedman Institute for Economics Working Paper No. 2020-51.

## 2) イノベーションの停滞

企業業績が悪化すると、手元資金を運転資金に充当することが優先されるため、設備投資や研究開発、M&Aといった企業の成長のための投資は、後回しになりがちだ。近年、企業は対外直接投資を増やしてきたが、新型コロナウイルス感染拡大防止の観点から、日本からの渡航者や日本人の入国を制限している国なども多く、デュー・デリジェンスが必要となる対外M&Aは当面停滞する可能性がある。

企業自らの成長のための投資が手控えられることに加え、近年増加していた大手企業によるスタートアップ企業<sup>13</sup>への投資も減少し、国全体として新技術・新事業が生まれにくくなることも懸念される。一般社団法人日本ベンチャーキャピタル協会によれば、2018年のスタートアップへの資金の出し手の約半分は事業会社（CVCやVCを通じた出資を含む）である<sup>14</sup>。金融市場が不安定になるとベンチャーキャピタルによる投資は停滞する傾向にあるが、今回は新型コロナウイルス感染拡大に伴う実体経済の混乱により、事業会社からの資金供給も減少する可能性がある。医療やオンライン教育など、新型コロナウイルスを機に事業機会を獲得するスタートアップもあろうが、全体としては企業が生み出すイノベーションが阻害される可能性がある。

また、公的部門の資金配分も新型コロナ対策に重点が置かれることから、それ以外の分野の公的支援が相対的に低下する可能性もある。

## 3) 不透明化するグローバルガバナンス

パンデミックに適切に対応し、世界全体で

2030年までにSDGsを達成するためには、グローバルガバナンスが機能することが求められる。ところが、コロナ禍において国家間の分断やWHOを中心とする国際協力体制に反発する動きが一部で見られる。米国のトランプ大統領は、中国政府の意向がWHOの判断に大きな影響を与えているとして、WHOへの資金拠出を停止、脱退を表明した。

2020年4月19日にG20保健大臣会合（ビデオ会合）が開催され、新型コロナへの対応について意見交換が行われたが、予定されていた大臣宣言の取りまとめは行われず、議長国のサウジアラビアが国際機関との協力や連携が必要であるとの認識を示すにとどまった。報道によれば、WHOへの不信感をあらわにする米国と、WHOを中心とする国際協調体制を支持する国との間で意見の相違があり、宣言の合意に至らなかったようだ。

一方、WHO総会に先立ち、フランスのマクロン大統領は、2020年4月16日、WHOを中心とする国際協調を強化し、国際的なイニシアチブを構築するとともに、ワクチン開発のための資金調達に向けて国際機関や民間財団、製薬産業の責任者と電話会談を行った。このイニシアチブでは、三つの目標（①診断、治療、ワクチンの手段の設計と生産を加速させること、②診断、治療、ワクチンへの安全で公平かつ普遍的なアクセスを確保すること、③新型コロナウイルス感染症と闘うとともに、その他の疾病との闘いを継続するため、保健システムを強化すること）が掲げられている。

13) 明確な定義はないが、スタートアップ企業は、新しいビジネスモデルで急成長を目指す、市場開拓フェーズにある企業のことを指す。

14) 一般社団法人日本ベンチャーキャピタル協会「スタートアップエコシステムの現状およびD B J 特定投資業務の貢献について」（2019年10月15日）より。

## 3章 ポストコロナのESG投資 / 社会的インパクト投資

### 1. ESG投資 / 社会的インパクト投資に期待される役割

一般的に、医療体制の整備や社会的弱者への支援などは公的扶助（社会保障）で対応するものであり、その財源は税金ということになる。一方、ワクチン開発や経済成長（雇用や研究開発・設備投資の拡大など）は、短期的には公的支援が必要であっても、最終的には民間企業が動かなければ解決しない問題である。そもそも、優秀な人材の確保、研究による競争力のある製品開発、設備投資による生産能力の増強などは、企業価値を向上させる源泉であり、コロナ禍で先行き不透明感が強まる中でも、企業としてリソースを割くべきものである。

また、公的部門が担うものとされてきた社会的課題についても、自社の知見や技術を活用することで解決し、経済的な利益の確保も目指すスタートアップ企業が近年増えている。コロナ禍でも自社の企業価値を維持・向上させられる企業、社会的課題解決を実現する企業、そういった企業が投資家から評価され、円滑に資金調達できる環境になっていくことがコロナ禍対策およびポストコロナの経済復興において重要だ。

投資家側も、コロナ・ショックによる教訓から、投資分析や投資の意思決定において、中長期的視野の重要性をあらためて認識し、一層非財務情報を重視するようになると考えられる。通常の経済サイクルや金融市場の外で発生したコロナ・ショックは、実体経済に甚大な悪影響を与え、金融市場にも大きな混乱をもたらした。いわゆるブラック・スワンの現象（過去の経験からは予測できない、

人々に多大な影響を与える極端な現象）は、今後も未知のウイルスの発生や気候変動問題の深刻化などによって引き起こされる可能性がある。このような危機に対する企業のレジリエンス（強靱性）を評価するために、投資家の間では財務的な評価だけでなく、長期的に企業のサステナビリティに影響を及ぼすと考えられる環境や社会課題に対して、企業がどのように取り組んでいるのか、評価する動きが一段と広がっていくと考えられる。

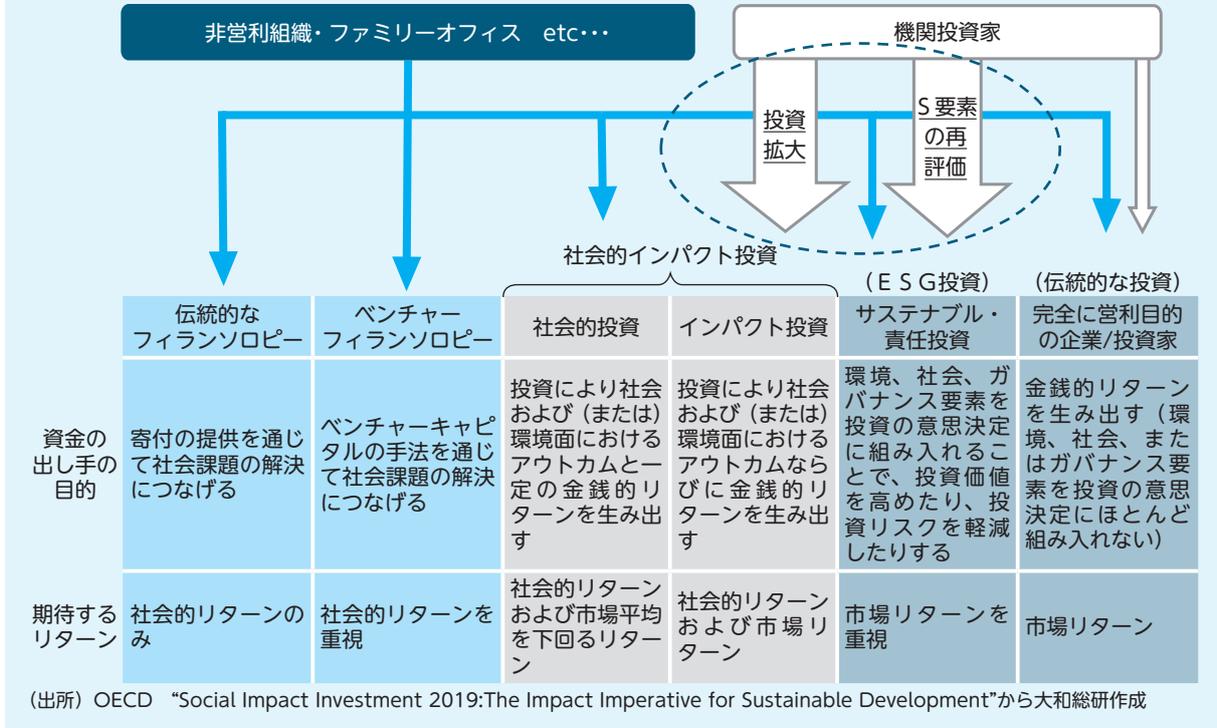
企業と投資家、双方の状況に鑑みても、今後ESG投資や社会的インパクト投資はあらためて注目されるだろう。社会的インパクト投資は経済的リターンの確保を目指すことが原則であるESG投資とは異なり、経済的リターンと同時に社会的リターンの獲得を目指すものである（図表3-1）。投資が社会にどのようなインパクトを与えたのか計測・評価等を行うことが求められており、より社会への影響に重点を置いた投資といえるだろう。

### 2. ESG投資が発展した経緯

ESG投資は2006年に発足した国連のPRIで提唱された。PRIの署名機関数は世界全体で3,000を超え、署名機関の運用している資産総額は100兆ドルに達する状況だ（PRIウェブサイト）。日本でも2015年にGPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）が賛同・署名しており、これを機に日本の機関投資家においてもESG投資が広がった。

ESG投資が拡大したもう一つの背景として、2008年のリーマン・ショック後に起きたショート・ターミズムに対する批判、つまり企業や投資家が、長期的な成功や安定を犠牲にして短期的な利益を追求する行動を取ったことに対する問題提

図表3-1 社会にポジティブなインパクトを与えることを目的とする資金供給の類型（青枠は今後の変化が期待される内容）



起が各所で起きたことも挙げられるだろう。例えば英国ではロンドン・スクール・オブ・エコノミクスのジョン・ケイ教授が株式市場の構造や企業経営者と株主の関係などについて調査・研究を行い、2012年にケイ・レビュー（正式名称は“THE KAY REVIEW OF UK EQUITY MARKETS AND LONG-TERM DECISION MAKING”）を公表した。同報告書では企業経営者が短期的な利益追求に陥っており、それを株主も支持していた事例があったことを指摘した。また、経営者は企業に長期的な成長をもたらす事業に投資すべきであり、それが株主にとっての長期的な利益につながることや、アセットマネージャーによるエンゲージメントの重要性などが述べられている。

ケイ・レビューは日本にも大きな影響を与えた。経済産業省の下「『持続的成長への競争力とイン

センティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～』プロジェクト」が結成され、2014年に最終報告書（通称：伊藤レポート）が公表されている。2014年には責任ある機関投資家の在り方を示すものとして、日本版スチュワードシップ・コードも導入された。機関投資家に対し、投資先企業と対話等を行うことを通じて企業の持続的成長を促し、受益者の中長期的な投資リターンの拡大を図ることを求める内容である。その中には、機関投資家が投資先企業について把握すべきリスク・収益機会に「社会・環境問題に関連するリスクを含む」<sup>15)</sup>という内容も盛り込まれた。2020年に実施された同コードの改訂では、投資戦略に応じてESG要素を含む中長期的な持続可能性（サステナビリティ）を考慮したエンゲージメントをするべきだという内容が盛り込まれ、機関投資家に対し

15) 2017年の改訂により「社会・環境問題に関連するものを含む」という表現に修正されている。

ESGへの取り組みを求める声は一層強くなっている。

近年はパリ協定・SDGsといった国際的な動きを意識する機関投資家も増加している。ESG投資の発展の歴史を遡ると、1950年代以降の米国では、公民権運動やベトナム反戦運動など社会が大きく変動した際に、機関投資家が株主としての権利を行使することで企業に影響力を行使してきた。新型コロナを受け大きく社会が変化していく中、世界中の機関投資家がそれにどう関わるかが問われている。

### 3. ESG投資において高まるSの重要度

新型コロナの感染拡大を受けて、ESG投資においてS（社会）への注目度が高まるといわれている。ESG投資においてはこれまでどちらかという、E（環境）やG（ガバナンス）に関するテーマが企業・投資家のエンゲージメントの上位項目として挙げられる傾向にあった。

国際的には、ESG投資が注目される以前から、コーポレート・ガバナンスが投資リターンに与える影響について長らく研究されてきた。一方、日本の上場企業のガバナンスについては海外投資家から不十分であると指摘されることがしばしばあり、コーポレートガバナンス・コード改革などを経て、現在も重点課題として取り組まれている。

近年は、パリ協定やTCFDなどを背景に、欧州の投資家を中心に、Eが注目されていた。特に2019年には世界的に気候変動や使い捨てプラスチックを問題視する動きが市民運動として盛り上がりを見せ、企業や投資家の間でもこれらのテ

マが関心を集めた。日本でも2019年5月のTCFDコンソーシアムの設立をきっかけにTCFDへの賛同機関数が大きく増えたこともあり、投資家・企業双方の関心が高まっている。

例えば、2019年12月に経済産業省が公表した機関投資家へのアンケート結果<sup>16</sup>では、中期（3～5年）、長期（5～30年程度）のいずれにおいても投資判断で考慮するESGテーマとして気候変動を挙げる投資家が最も多かった。また、GPIFが上場企業に対して行ったアンケート結果<sup>17</sup>によると、2019年におけるESG活動の主要テーマの1位にはコーポレートガバナンス（70.8%）が挙げられる中、2位の気候変動（53.9%）は前年から回答率が+8.4%ptと大きく伸びた。

第1章で述べた通り、パンデミックによって人的資本管理に関連するリスクが顕在化したことなどから、今後は投資家が企業に対して対話するテーマが変化する可能性がある。E・Gの重要性は変わらないものの、これまで相対的に評価軸が定まっていなかったSについて、投資判断への組み込みが加速する可能性がある。

### 4. 機関投資家による社会的インパクト投資の拡大

米国の民間財団を中心に発展してきた社会的インパクト投資に関心を持つ機関投資家も増えているようだ。社会的インパクト投資はプライベートエクイティ/プライベートデットを通じて行われることが多く、投資家層は民間非営利財団に加え、PE/VCファンドなどが中心であるが、近年では大手機関投資家の参入も増えている。前掲のブラックロックのSDGs課題の解決にフォーカス

16) 経済産業省「ESG投資に関する運用機関向けアンケート調査」、2019年12月

17) 年金積立金管理運用独立行政法人「第5回 機関投資家のスチュワードシップ活動に関する上場企業向けアンケート集計結果」、2020年5月

したオープンエンド型投資信託は、上場株式を対象とする社会的インパクト投資といえる。

## 5. ESG (サステナブル) 投資・インパクト投資と受託者責任の議論

### 1) 社会課題の解決には膨大な資金が必要

第2章で指摘した通り、社会全体が持続的に成長していかなければ、機関投資家も長期的に投資リターンを上げ続けることは難しくなるとされている。一方、SDGsを達成する上では依然として大きな資金ギャップがある。

UNCTAD (国連貿易開発会議) が公表している“WORLD INVESTMENT REPORT 2014” (以下、WIR2014) では、SDGs達成に必要な資金額を試算しているが、年間1.9兆~3.1兆ドルが不足しており、民間からの投資が必要であると指摘している。UNCTADが2020年6月に公表した“WORLD INVESTMENT REPORT 2020”では、その後の投資動向について、開発途上国向けの輸送インフラや通信、食料の安全、気候変動の緩和、生物多様性、健康といった分野において投資が増えているものの、公的資金によるものが多く、民間投資を増やすことが課題であると述べている。

健康分野に関しては、新型コロナ感染拡大以前に公表されたWIR2014では、年間1,400億ドル不足していると推計していた。感染拡大が確認された後、WHOは新型コロナ対策のために2020年12月までに170億ドルが必要であるとの推計を公表した。世界銀行グループが開発途上の感染症流行に対する備えを支援するために創設した“Health Emergency Preparedness and

Response Multi-Donor Fund” (HEPRF) は1,600億ドルを集めようとしている。

第2章で述べた通り、コロナ禍では民間資金の機動的な出し手として米国の財団の活躍が目立った。一方、膨大な資金ギャップを埋めるためには、年金基金や保険会社など巨額の資産を運用する機関投資家の参入も求められる。しかし、近年のESG投資や社会的インパクト投資の盛り上がりによって、年金基金や保険会社のような機関投資家が最終受益者に対して負っている受託者責任 (Fiduciary Duty) の議論は十分に整理されていない。

### 2) ESGを考慮することは受託者責任に含まれるか否か

受託者責任とは、受託者 (資産の運用に関わる者) が受益者 (年金制度の加入者や受給者など) に対して負う責任を指しており、専ら受益者の利益のために行動すること (忠実義務) と、おのこの職責や地位に基づいて注意を払うこと (善管注意義務) からなる。

かつては、環境や社会に関する課題を投資判断に考慮することは、経済的リターンを損ねるため、受託者責任に反するとする考え方が支配的であった。しかし、PRIの発足に先立って、ESG投資と受託者責任の議論の転換点となるレポートが出された。例えば、2004年にUNEP FIが公表したレポート“The Materiality of Social, Environmental and Corporate Governance Issue of Equity Pricing”<sup>18</sup>において、ESG課題を有効にマネジメントすれば株主価値の上昇に寄与するという結論が示された。また、法的な観

18) H S B Cアセット・マネジメント (現H S B C投信)、シティグループ・アセット・マネジメント (現レッグ・メイソン・アセット・マネジメント)、日興アセットマネジメントなど12の運用会社がレポートを作成した。

点からは、ロンドンに本社を置く大手法律事務所のフレッシュフィールドズブルックハウスデリンガーが作成したレポート<sup>19</sup>の中で、投資判断においてESGを考慮することは「明らかに許容されることであり、議論の余地はあるものの、むしろ要請されるべきことである」と結論付けた。

しかしながら、一言でESG課題といっても、直接的にリターンの向上に寄与し得るものなのか、また、そうした経路が直接的には描きにくいものなのか、様々なものが考えられる。UNEP FIが公表した「21世紀の受託者責任（日本語版）」によれば、ESG課題は、互いに重複するものの、以下の三つのカテゴリーに分けられるとしている。

①「財務上重要な問題」：投資家が、関連する期間内において投資の財務上のパフォーマンスに重要な影響（プラスとマイナスの両方）をもたらす可能性があるとして判断する問題。

②「財務上重要ではない問題」：ステークホルダーにとっては重要な意味を持つが、十分に管理されている場合にはビジネスにとって重要な脅威（または機会）とならない問題であり、受託者は企業がこれらの問題の対処を怠ることで財務上の損失を被る懸念があれば介入すべきである。

③「社会、経済、そして環境上のより幅広い問題」：投資家が組織上および投資上の目的を実行する上で大きな影響を及ぼす可能性があるが、関連する期間内における財務上の影響は限定的である可能性があり、経済システムや環境システムの安定性や健全性に影響を与える問題や受益者や他のステークホルダーにとって重要な意味を持つ問題。

近年、少なくとも、投資パフォーマンスが低下しないのであれば、ESGを考慮してもよいという認識が定着しており、①の課題を投資判断において考慮することは許容されると考えてよいだろう。②については、より長期的な投資リターンの向上に資するものと考えられる。金融業界における行き過ぎた短期志向が見直される中、②を考慮することも受託者責任の一環として定着しているといえるだろう。③については、議論の余地が大きい。欧州では道義的な観点から投資除外が行われてきた背景もあり、③を考慮することも受託者責任の一環とすべきであるという議論がなされている。

### 3) 日本の受託者責任におけるESGの位置づけ

日本における受託者責任の議論として、GPIFはウェブサイトにて、「ESG投資は長期的にリスク調整後のリターンを改善する効果があるとされており、GPIFにとってのESG投資は、『年金事業の運営の安定に資するよう、専ら被保険者の利益のため、長期的な観点から、年金財政上必要な利回りを最低限のリスクで確保することを目標とする』というGPIFの投資原則に沿い、受託者責任を果たすことができる投資手法』であるとしている。また、2020年に改訂された日本版スチュワードシップ・コードには、サステナビリティの考慮に基づくエンゲージメントを通じて、「当該企業の企業価値の向上やその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の拡大を図るべきである」とある。GPIFのESG投資への考え方や今般改訂

19) Freshfields Bruckhaus Deringer “A legal framework for the integration of environmental, social and governance issues into institutional investment”, October 2005, UNEP Finance Initiative

された日本版スチュワードシップ・コードにおいては、中長期的なリターンの向上に寄与する場合においてESG課題を考慮してもよい、むしろ考慮すべきである、ということになる。しかし、これはありとあらゆるESG課題を考慮してよいわけではなく、機関投資家は様々なESG課題の中から経営に重要な影響を及ぼす可能性のある課題を選定し、これらがどのような経路で中長期的なリターンに影響を及ぼすのか、受益者に対して説明責任を果たすことが求められる。

前述の通り、今回の新型コロナウイルス感染拡大を受け、機関投資家の多くは、配当の減額や停止、人員削減の回避などを当面容認する方向であるようだが、投資リターンの最終的な受益者は年金受給者や長期資金を運用する個人である。受託者責任の観点から、個別企業の事情や、利用可能な雇用助成金の有無等も踏まえ、慎重に考慮する必要があるだろう。

一方、短期的なコストカットを優先し、従業員の安全を守るための対策を十分に取らなかったり、一部の従業員を解雇したりすると、従業員エンゲージメントが低下し、長期的には企業価値が損なわれると考えられている。従業員エンゲージメントとは、従業員が所属する企業に対して持つ貢献意欲を指し、従業員エンゲージメントが高いほど生産性が向上するといわれている。また、従業員を解雇することによって、企業イメージが低下したり、危機後に新たに採用した従業員が必要なスキルを身に付けるまでに時間がかかったりするなど、長期的に企業が支払わなければならないコストは、雇用を維持する場合よりも高くなる可能性もある<sup>20</sup>。

#### 4) 社会的インパクト投資と受託者責任

一方、社会的インパクト投資に関する受託者責任の議論は発展途上である。社会的インパクト投資は元本を毀損しない程度～市場平均までのリターンを目指しており、これが受益者の（経済的な）利益の最大化に反する可能性がある。しかしながら、年金基金など多額の資産を幅広い銘柄に分散投資するユニバーサル・アセットオーナーにとっては、社会全体のサステナビリティが向上すれば、経済活動が滞るリスクが低下し、ポートフォリオ全体の長期的なリターンが向上すると考えられる。こうした観点から、ユニバーサル・アセットオーナーとして、社会全体のサステナビリティの向上に貢献する社会的インパクト投資を行うことは、受益者の利益に一致すると考えられる。

ESG投資、社会的インパクト投資の運用残高は増加傾向にあるが、一層の規模拡大には、受託者責任に関する解釈の整理を進めることや、年金加入者である国民全体の理解が深まることが求められる。

## 6. 最終受益者（個人）の理解が受託者責任の議論の進展には不可欠

### 1) 前提となる金融リテラシーの向上

ESG投資や社会的インパクト投資について、国民全体の理解を深めることに関しては、①金融リテラシーの向上、②ESG投資や社会的インパクト投資の促進——という二つの側面を考える必要がある。日本においてはそもそも個人による投資（資産運用）が十分に行われていない。日本証券業協会が実施している「平成30年度証券投資に関する全国調査（個人調査）」によれば、証券

20) Sandra J. Sucher & Shalene Gupta“Layoffs That Don't Break Your Company”, Harvard Business Review from the May-June 2018 Issue

投資の必要性について、回答者の7割以上が「必要とは思わない」と回答している。その理由としては「損をする可能性がある」が最も多く、次いで「金融や投資に関する知識を持っていない」となっている。

生命保険の加入率は高く、国民皆年金であることに鑑みれば、大半の国民は生命保険会社や年金基金を通じて投資を間接的に行っていることになる。しかし、保険・年金のいずれも運用成果（リスク・リターン）が給付額に直接反映されない契約形態（定額給付など）であることが多い。運用成果に応じて受取額が変わる確定拠出年金においても、元本確保型の商品の比率が高いことが指摘されている。ESG投資・社会的インパクト投資を選択するかどうか以前に、金融リテラシーの向上、投資に対する理解を深めることが必要になる。

ESG投資や社会的インパクト投資の促進に関しては、自らの投資が社会に与える影響を理解することが重要だが、これに関しては既に潜在的な意識として個人の中に広がっている可能性がある。電通パブリックリレーションズが運営する企業広報戦略研究所の調査「2019年度 ESG / SDGs に関する意識調査」によれば、一般生活者におけるESG投資の認知度は全体の2割以下と低かったが、「投資を考える際、企業のESGに対する取り組みをどの程度考慮するか」という質問に対しては、「とても考慮する」もしくは「少し考慮する」と回答した人が全体の6割以上を占めた。

## 2) 社会課題に対する問題意識の高まり

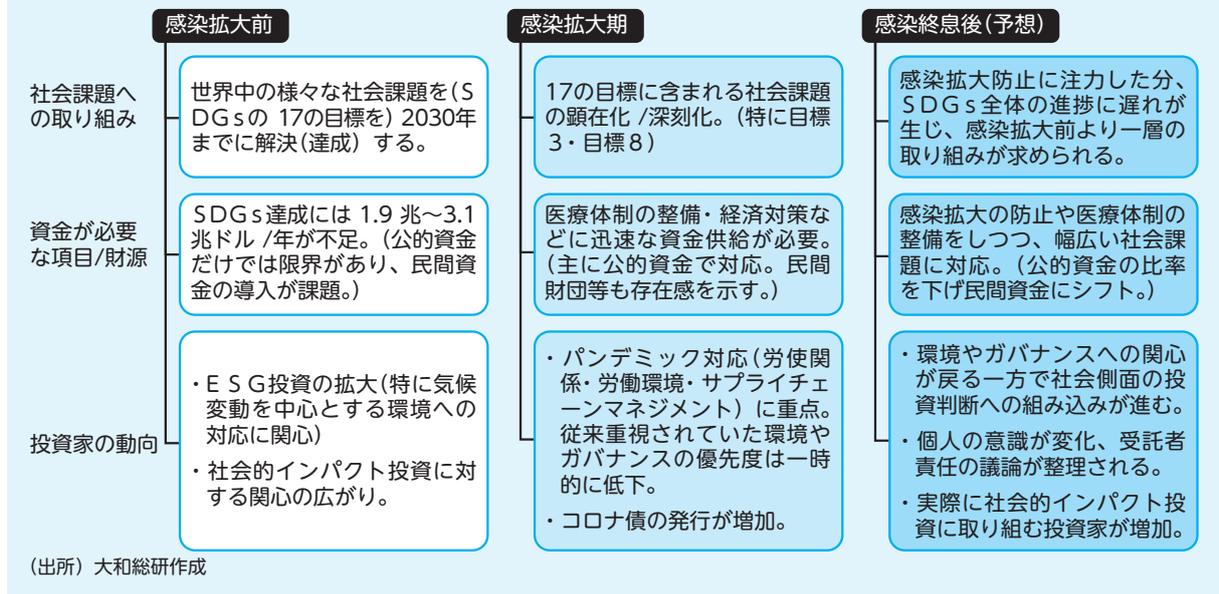
将来の投資家（若年層）については、2020年度以降、小・中・高等学校の学習指導要領が順次改訂され、消費者教育の充実が図られる。自分の

消費行動が企業や経済に与える影響を考えることを促す教育が行われていく見込みである。消費と投資は異なる経済活動だが、こうした教育を受けた世代が将来投資を行う際、自らの投資が企業や経済に与える影響について考慮することは十分考えられよう。

今回のコロナ禍は過去のリーマン・ショックや東日本大震災と比較されることが多い。金融・経済への影響が甚大であることが比較される一番の理由であろうが、個人の意識が大きく変化するインパクトのある出来事であることも、共通項といえるのではないか。リーマン・ショックの際は短期的な利益を追求する企業や投資家に批判が集まった。2011年の東日本大震災では、例えば個人において家族との絆を大事にするようになったり、節電を意識するようになったり、復興支援のために被災地の商品を買うようになったり、様々な個人の意識変化があったといわれている。企業においても働き方改革や省エネを進め、サプライチェーンの見直しが行われた。日本では欧米に比べて寄付文化が根付いていないといわれているが、日本ファンディング協会の『寄付白書2017』によれば、2011年の寄付額は前年比約2倍の1兆円を超えたという。その後やや減少しているものの、東日本大震災前に比べると高い水準で推移している。

今回のコロナ禍では、リモートワークが増え、外出自粛による巣ごもり消費・宅配等の利用が増えた。オンライン教育や遠隔医療の重要性もあらためて認識された。寄付額の増加に関しては現時点では確認できるデータがないものの、例えばクラウドファンディングを通じた医療従事者への支援、経営が厳しくなった飲食店やレジャー施設、ライブハウスなどへの支援が活発に行われている

図表3-2 コロナ禍によってE S G投資/社会的インパクト投資がどのように変化するか



る。企業においても働き方の見直し、企業のサプライチェーンの見直し(海外工場の稼働停止や稼働率の低下、物流の停滞に伴うもの)などが発生している。

こうした危機下における企業の選択に、労働者・消費者として接する中で、自らの保険や年金の掛け金を、より社会にポジティブな影響を与える企業に投資してほしいと考える個人が増えても不思議はない。繰り返しになるが、日本は個人による投資がまだ十分に浸透しているとは言い難く、自らの預金、保険や年金の掛け金などが、どのように循環しているのかという理解も限定的だ。この点についての理解が進めば、ESG投資や社会的インパクト投資は受け入れられる素地はあるように思う。機関投資家が主導してきたESG投資/社会的インパクト投資市場の拡大が今後も続くか、鍵を握るのは最終受益者である個人の意識の変化と、それに伴う受託者責任の議論の整理にあ

るのではないかと(図表3-2)。

なお、海外では個人投資家がESG投資商品を購入する動きも強まっている。GLOBAL SUSTAINABLE INVESTMENT ALLIANCEによれば2018年初のESG投資残高は31兆ドルだが、そのうち25%は個人投資家が銀行や金融機関を通じて直接購入した金融商品であるという<sup>21)</sup>。

今後、日本においても個人の意識が変わり、ESG投資や社会的インパクト投資に対する関心が高まるかもしれない。

様々な社会課題が顕在化/深刻化していく中、資本市場本来の役割である資金過不足の調整機能にも、変化が求められている。持続的な社会の実現に資本市場が寄与するツールとして、ESG投資や社会的インパクト投資の役割が期待される。

21) GLOBAL SUSTAINABLE INVESTMENT ALLIANCE“2018 GLOBAL SUSTAINABLE INVESTMENT REVIEW”より。

【参考文献】

- ・外務省ウェブサイト  
「『知的所有権の貿易関連の側面に関する協定（TRIPS協定）を改正する議定書』の発効」（2017年1月24日）

【著者】

太田 珠美（おおた たまみ）



金融調査部  
SDGs コンサルティング室  
主任研究員  
担当は、金融資本市場、  
コーポレートファイナンス、  
ESG/SDGs

柿沼 英理子（かきぬま えりこ）



金融調査部  
SDGs コンサルティング室  
研究員  
担当は、金融資本市場、  
ESG/SDGs