

サステナブルファイナンス市場の発展に求められる「個人」の力

金融調査部 太田 珠美／藤原 翼
政策調査部 佐川 あぐり

要 約

SDGs（持続可能な開発目標）やパリ協定などの達成に向け社会のあり方が大きく変化する中、これを金融面から支えるサステナブルファイナンスが注目されている。金融資産の多くを家計部門が保有していることから、欧州や日本では個人投資家の参加を促す施策などの検討が行われている。個人のサステナビリティに対する意識は高まっており、資産運用においてもサステナビリティを考慮した金融商品が選択肢として提供されることが望ましい。ただし、何をもってサステナブルな金融商品であるかは運用会社の判断に委ねられており、投資家保護の観点から運用・販売会社による投資家向けの情報開示の充実が求められる。個人投資家に助言する立場である金融機関の職員やファイナンシャル・アドバイザー等がサステナブルファイナンスへの理解を深めることも重要だ。個人投資家はサステナブル金融商品に対しても、経済的リターンを求める傾向がみられる。社会的リターンに対する理解を深めることと並行して、確定拠出年金やつみたてNISAなど資産形成を促す税制優遇制度を活用することが、個人投資家のサステナブルファイナンス参加促進につながるだろう。

目 次

- 1章 サステナブルファイナンスと伝統的ファイナンスの相違点
- 2章 サステナブルファイナンス・チェーンにおける個人投資家の位置づけ
- 3章 個人投資家をサステナブルファイナンス・チェーンに組み込む意義
- 4章 個人はサステナブルファイナンスをどう捉えているのか？
- 5章 個人にサステナブル投資ファイナンスへの参加を広げるための環境整備
- 6章 おわりに

1章 サステナブルファイナンスと伝統的ファイナンスの相違点

従来、設備投資や事業に必要な資金を調達する企業は、銀行や投資家など融資や出資が期待できる主体に、将来その事業が成功したらどれくらい売上高や利益が見込めるか等を示し、銀行や投資家はその情報を基に、各々の投融資判断を行ってきた。しかし近年では、銀行や投資家が売上高や利益などの財務的な情報にとどまらず、企業の実施する事業が環境や社会に与える影響も考慮した上で投融資判断を行う動きが加速している。

2006年に国連の事務総長であったコフィー・アナン氏が提唱した環境・社会・ガバナンスを投資判断に組み込むESG投資は世界全体で31兆ドル¹に達しており、国連責任投資原則の署名機関数は3,000機関を超えた(2020年3月末時点)。2007年に米国の民間慈善事業団体であるロックフェラー財団が開催した総会において初めて提唱されたといわれているインパクト投資(経済的なリターンだけでなく、環境や社会にポジティブなインパクトを与えることを目的とした投資)も、世界全体で7,150億ドル規模となっている²。

こうした流れは民間を中心に広がってきたが、政策的に拡大していく動きも加速している。EUは2018年にサステナブルファイナンス行動計画を策定し、資金の流れを、持続的かつ包括的な

成長を実現するための投資にシフトさせるべく、様々な施策を打ち出している。日本では金融庁が2020年にサステナブルファイナンス有識者会議を立ち上げ、SDGs(持続可能な開発目標)やパリ協定などの達成に向け、経済・産業・社会が望ましいあり方に向けて発展していくことを支えていく金融メカニズム=サステナブルファイナンスであると位置づけ、国内での促進を提言している。

サステナブルファイナンスは世界共通の定義があるわけではない。しかし、様々な主体がサステナブルファイナンスに関心を持ち取り組みを進める中、用語についてある程度の共通認識が必要であるという問題意識から、国際資本市場協会(ICMA)は2020年5月に“Sustainable Finance High-level definitions”を公表し、サステナブルファイナンスと、ESGインテグレーション、グリーンファイナンス、ソーシャルファイナンス、インパクト投資などの定義・関係性を整理している(図表1-1)。

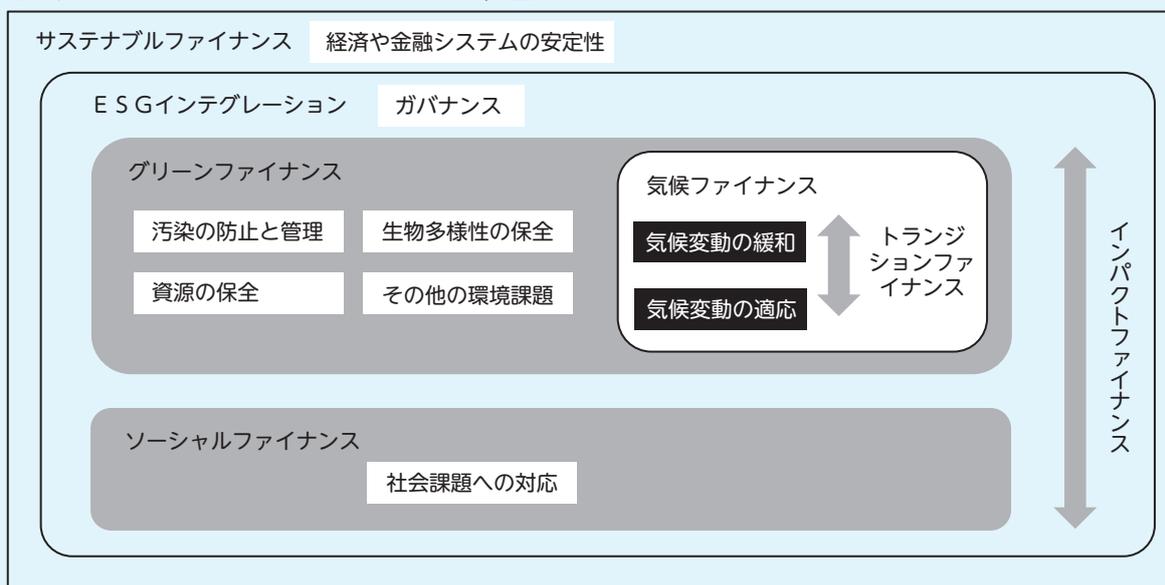
日本で一般的にESG投資と言われているものはGLOBAL SUSTAINABLE INVESTMENT ALLIANCE(GSIA)のサステナブル投資の7分類³(ネガティブ・スクリーニング、ポジティブ・スクリーニング、国際規範スクリーニング、ESGインテグレーション、サステナブル・テーマ投資、インパクト/コミュニティ投資、エンゲージメントと議決権行使)全体を指すことが多い。

1) GLOBAL SUSTAINABLE INVESTMENT ALLIANCE“2018 GLOBAL SUSTAINABLE INVESTMENT REVIEW”より、2017年末の数値(日本の数値も含まれており、日本のみ2017年度末)。

2) Global Impact Investment Network“2020 Annual Impact Investor Survey”(June 11, 2020)

3) GSIAが定義するサステナブル投資は日本では一般的にESG投資と呼ばれているため、本稿では原則としてESG投資を用いる。

図表1-1 サステナブルファイナンスの位置づけ



(出所) 国際資本市場協会 “Sustainable Finance High-level definitions” (May 2020) から大和総研作成

この7分類は概ね I CMAのサステナブルファイナンスに包含されると言えるだろう⁴。

いずれにしても、サステナブルファイナンスは、世界全体が環境や社会課題の解決と経済・社会の発展の両立を目指す方向に向かう中、その動きを金融面から支えるものと位置づけられるだろう。

2章 サステナブルファイナンス・チェーンにおける個人投資家の位置づけ

1. 欧米の個人投資家に広がるサステナブルファイナンス

E S G投資は世界的に機関投資家を中心に広

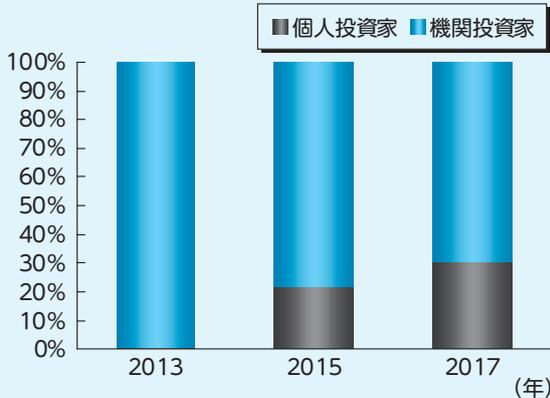
がってきた。しかし、近年では個人投資家にも広がりつつあるようだ。欧州でE S G投資を推進している Eurosif が運用会社を実施した調査によれば、運用会社によるE S G投資の直接的な資金の出し手の個人投資家の比率は約3割まで上昇しているという(図表 2-1)。米国で同様の活動を行っているU S S I F財団でも同様の調査が行われており、やはり3割弱が、個人投資家となっている⁵。

日本では同様の調査は行われていないが、日本サステナブル投資フォーラムが公表している個人向け金融商品のサステナブル投資残高は、2兆8,777億円であった(2021年3月末時点)。このうち投資信託は2兆3,551億円、社会貢献型債

4) ただし、G S I AがE S Gインテグレーションとサステナブル・テーマ投資、インパクト/コミュニティ投資をそれぞれ別のカテゴリーと位置付けているのに対し、I CMAの分類はサステナブル・テーマ投資やインパクト/コミュニティ投資をE S Gインテグレーションに包含されるものと位置づけているなど、相違点もある。なお、サステナブルファイナンスの手法は投資に限らない(融資も含まれる)が、本稿では投資にフォーカスする。

5) U S S I F財団 “Report on US Sustainable and Impact Investing Trends 2020”によれば、2020年初における米国のE S G投資残高は17.1兆ドルであり、このうち個人投資家が運用会社を通じて投資している分が4.6兆ドルとなっている。

図表2-1 運用会社のESG投資における資金の出し手の比率



(注) 残高ベース
(出所) Eurosif “EUROPEAN SRI STUDY 2018” から
大和総研作成

券が5,226億円である。サステナブル関連投資信託残高は公募投資信託全体の約2%⁶に該当する。

2. 日本のESG投資を後押ししてきた日本版ステュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コード

日本では2014年に日本版ステュワードシップ・コードを導入し、機関投資家に対し、対話などを通じて投資先企業の中長期的な成長を促し、顧客の利益の最大化を図ることを求めている。投資先となる企業に対しては2015年にコーポレートガバナンス・コードを設け、実効的なコーポレートガバナンス（会社が株主をはじめ顧客・従業員・地域社会等のステークホルダーの立場を踏まえた上で、透明・公正かつ迅速・果断な意思決定

を行うための仕組み）の構築による、企業の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を図ることを求めている。

最終受益者（家計部門）からアセットオーナーや運用会社を通じて、投資先企業に投資が実行され、投資先企業の価値向上に伴う値上がり益（キャピタルゲイン）や配当（インカムゲイン）が家計部門に還元される一連の流れをインベストメント・チェーンと言う。このインベストメント・チェーンにおいて、日本版ステュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コードは車の両輪として機能することが期待されており、それによって日本経済全体の好循環が実現するというのが基本的な考え方である。

日本版ステュワードシップ・コードは2017年と2020年に、コーポレートガバナンス・コードは2018年と2021年にそれぞれ改訂が行われており、いずれも策定時と比べサステナビリティに関する記述が大幅に増加している⁷。これまでの改訂は2015年以降のSDGsやパリ協定の採択、GPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）のPRIへの署名などを背景に、環境や社会課題への考慮が持続的な経済の発展に不可欠という認識が深まったことが反映されたものと言えるだろう。今後はインベストメント・チェーンにサステナビリティを考慮した、サステナブルファイナンス・チェーンを円滑に回すことが日本の金融資本市場の目指す姿と考えられる。

6) 投資信託協会「契約型公募・私募投資信託合計の販売態別純資産残高の状況（実額）」から取得した公募投資信託の残高を分母として算出。サステナブル投資に該当する投資信託は、日本サステナブル投資フォーラムがファンドの名称や設定時の目論見書から該当するものと思われる投資信託を選ぶという形式であるため、EUSIFやUSIF財団のデータとは集計方法が異なり、単純な比較はできない点に留意が必要である。

7) それぞれ直近の改訂内容については横山淳「日本版ステュワードシップ・コード再改訂」（大和総研レポート、2020年4月3日）（URL：https://www.dir.co.jp/report/research/law-research/securities/20200403_021438.html）、横山淳「CGコード改訂案が明らかに」（大和総研レポート、2021年4月7日）（URL：https://www.dir.co.jp/report/research/law-research/securities/20210407_022207.html）を参照。

3. 日・欧が重視する個人投資家

1) 日本のサステナブルファイナンス有識者会議の検討内容

金融庁を中心に議論されてきた日本のインベストメント・チェーンでは、企業が中長期的な企業価値の向上に努め、アセットオーナーや運用機関が中長期的なリターン向上を実現すれば、最終受益者としての個人にもそのリターンが還元されると位置づけられているものの、個人投資家の能動的な行動については明確にされていない。しかし、サステナブルファイナンスに関しては、個人投資家を政策的に含めていく方向性にあるようだ。

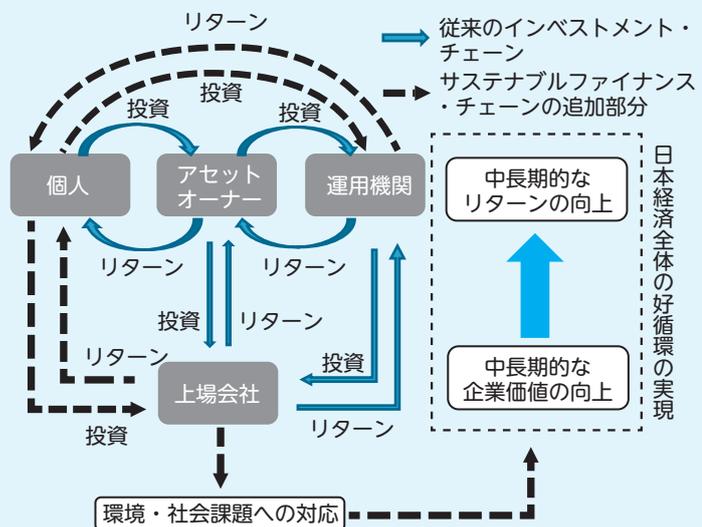
日本の金融庁のサステナブルファイナンス有識者会議の報告書⁸では、個人が保有する約1,900兆円の金融資産のうち約5割が現預金を占めていることから、サステナブルファイナンス促進のために個人投資家に投資機会を提供していくことの重要性について言及がなされている。販売業者となる証券会社や銀行等に対しては、こうした金融商品の効果が長期に亘る特性を十分に踏まえて、個人投資家にアドバイスできる人材の育成強化に向けた取り組みを進めていくことなどを求めている。金融機関だけでなく金融庁や業界団体においても、個人を対象とした金融経済教育において、こうした金融商品の特性とともにサステナブルファイナンスの意義についても理解が深まるよう取り組むことなどが

提言された。

ただし、ESGやSDGsなどの名称を付す投資信託の増加に対してはその基準が不明瞭であるとして、投資家保護の観点から投資信託の組成や販売に当たって、投資銘柄の選定基準も含めた説明を投資家に丁寧に行うとともに、その後の選定銘柄の状況についても可能な限り具体的な指標を用いて、継続的に説明することが必要だと述べている。

個人の投資は投資信託に限らず、株式や債券などに直接投資するケースもあり、この場合も、投資先の企業のサステナビリティに対する取り組み等を判断材料に加えることが考えられる。全体として、個人投資家も含むサステナブルファイナンス・チェーンの全体像は図表2-2のようになるも

図表2-2 サステナブルファイナンス・チェーンの全体像



(出所) 金融庁「コロナ後に向けた経済社会構造の変化とコーポレートガバナンス上の課題」(2020年10月20日)、金融庁「スチュワードシップ・コードをめぐる状況と論点等について」(2019年10月2日)、金融庁「サステナブルファイナンス有識者会議報告書 持続可能な社会を支える金融システムの構築」(2021年6月18日)を基に大和総研作成

8) 金融庁「サステナブルファイナンス有識者会議 報告書 持続可能な社会を支える金融システムの構築」(2021年6月)

のと考えられる。

2) EUのサステナブルファイナンス計画における個人投資家の位置づけ

EUでは日本よりも早い段階で、域内の個人が保有する金融資産をサステナブルファイナンスにシフトさせることの重要性を認識し、政策的な後押しをしていく方向性を打ち出している。例えば、EUでは欧州委員会の諮問を受けたサステナブルファイナンスに関する専門家グループが2018年に最終報告書を公表しており⁹⁾、サステナビリティにリンクした金融商品の販売がEU域内の金融資産の約4割を保有する個人をサステナブルファイナンスに参加させる方法の1つであるとした。

同報告書は、現状、個人投資家向けのサステナブルファイナンス金融商品の組成が少なく、個人投資家に選択の機会がないこと、また個人投資家に金融商品の助言や仲介を行うファイナンシャル・アドバイザーが投資家のニーズをヒアリングするにあたって、サステナビリティに対する選好をそもそも確認する機会がないことなどを課題として指摘している。また、多くのファイナンシャル・アドバイザーがサステナビリティに対する選好は経済的リターンとトレードオフになるという認識を持っていること、金融商品に付されるグリーンやESGやSDGs等のラベルが一定の基準に基づくものではない（金融商品を組成する業者の判断に委ねられている）ことに対する懸念も示した。サステナブルファイナンス行動計画ではこの最終報告書を受け、個人向け金融商品向けのエコラベルを策定することなどが予定されている。

3章 個人投資家をサステナブルファイナンス・チェーンに組み込む意義

1. 個人の意識の変化

1) 「サステナブル」への意識の芽生え

前章ではマクロの視点からサステナブルファイナンス・チェーンにおける個人の位置づけを整理した。本章では、個人というミクロの視点から、サステナブルファイナンスに参加する意義について整理したい。

一つは、個人に「持続可能な社会の実現」への意識が高まってきていることが挙げられよう。投資においても経済的リターンだけではなく、社会的価値への貢献を求める層が増えていく可能性がある。これらの層の需要を満たすため、個人がサステナビリティを考慮した投資を選択できる環境を整える必要がある。

個人の意識の大きな転機になったのは、SDGsが2015年に国連で採択されたことである。SDGsではサステナブルな社会に向け、国家単位ではなく、個人レベルにまで行動変容を促している点が特徴である。

またコロナ禍という環境は個人のサステナビリティに対する関心を加速させる要因になったと考えられる。コロナ禍では、医療体制の問題や、経済ショックに対する影響の格差等、様々な社会問題が浮き彫りになった。

さらに、政治においてもサステナビリティ、特にグリーン社会の実現に向けた動きが活発になっている。2020年10月には菅首相が所信表明演説において、2050年にカーボンニュートラルの達成を目指す、「脱炭素宣言」を行った。また、

9) High-Level Expert Group on Sustainable Finance“Final Report 2018” (Jan 2018)

米国では2021年1月にバイデン氏が大統領に就任したことで、米国の環境政策やESG投資に対する姿勢は大きく転換している。このような政治の動きは、企業活動に影響を及ぼし、結果として個人にも波及するとみられる。

これらの動きは一時のブームとして捉えられることもあるが、国内の教育にも影響が及んでおり、サステナビリティへの関心が高い人材が長期で社会に送り出される可能性がある。具体的には、新学習指導要領において、持続可能な社会の育成が挙げられている。従前より「持続可能な開発のための教育」(ESD; Education for Sustainable Development)という考え方は存在していたが、持続可能な社会の実現に向けより取り組みが進んでいくものと考えられる。以上を踏まえれば、個人のサステナビリティへの関心は短期のブームではなく、ニューノーマルと捉える必要があるだろう。

2) 検索トレンドで確認する個人のサステナブルへの関心

続いて、人々のサステナブルに対する関心が本当に向上しているのか、オルタナティブデータを用いて確認する。今回はGoogleの検索データに基づく、Google Trendsを使用した。Google Trendsでは、Googleでの検索数を基準化することで、各検索ワードの人気度について時系列で比較することができる。具体的には、各検索ワードをその時点の総検索量で割り、その上で対象期間のうち最も大きな値を100としている。

今回は日本国内における、「SDGs」「ESG」の2単語について検索トレンドを確認する¹⁰⁾。図

表3-1によれば、2017年以降、SDGsへの関心が高まっている様子が確認できる。特に、2021年以降はトレンド上昇が急になっており、脱炭素のグローバルな動きやバイデン大統領の就任といったイベントが、個人の意識にも影響している可能性がうかがえる。

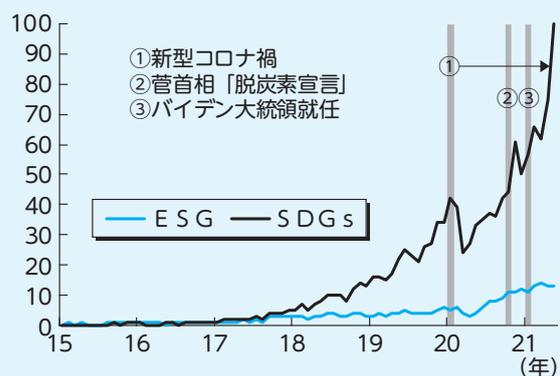
また、「ESG」についても2020年以降に関心が高まっていることが分かる。ただし、ESGは投資とセットで語られることが多く、個人のサステナビリティへの関心の他に、ESG関連の金融商品への注目度も影響していると思われる。

2. パフォーマンスに着目した論点

1) 海外投資家、機関投資家の投資行動の変化に個人投資家が対応する必要性

続いて、投資パフォーマンスの側面から個人をサステナブルファイナンス・チェーンに組み込む意義を考察する。まず考えられるのは、海外投資家や機関投資家がESG投資を先行して行う中、

図表3-1 「SDGs」、「ESG」の検索トレンド



(注1) データ取得期間は2004年1月から2021年5月
(注2) ここでは2021年5月の「SDGs」が100になっている。また、「ESG」の数値は「SDGs」比である
(注3) 図中の矢印は新型コロナ禍が継続していることを示している
(出所) Google Trendsから大和総研作成

10) ここでは2021年5月における「SDGs」の検索人気度を100として基準化している。また、「ESG」の数値は「SDGs」対比で算出されている。

マーケットの価格形成に影響が出てくる可能性があり、その変化に対応する必要がある点だ。リスク・リターンを基準とした投資を従来の投資としたとき、E S G投資はE S G要素が投資判断の軸として加わるからだ。

E S G投資の議論が盛んな海外地域を対象に投資を行う場合に、マーケットの価格形成が変化することの影響を注視しなければならないのはもちろんだが、国内マーケットにおいても同様である。日本銀行「資金循環統計」により、国内上場株式の保有残高比率を確認すると、金融機関（除く株式投資信託）と社会保障基金、海外のみで5割超を占める（図表3-2）。また、日本株を保有する海外投資家の国別比率を財務省「本邦対外資産負債残高」より確認すると、米国が52%と約半数を占めるほか、E S G投資を牽引している欧州が33%を占めている（図表3-3）。比率の大きい米国では、バイデン氏の大統領就任でE S G投資への取り組みが加速する可能性がある。例えば、2021年5月20日に、気候関連の金融リスクを考慮することを指示する大統領令を出しており、

E S G投資を加速させる準備が進められているといえよう。米国の機関投資家において、総資産に占めるE S G投資の比率はこれまで欧州と比較して高くなかったが、運用資産全体が大きいこともあり、動向に注視する必要があるだろう。

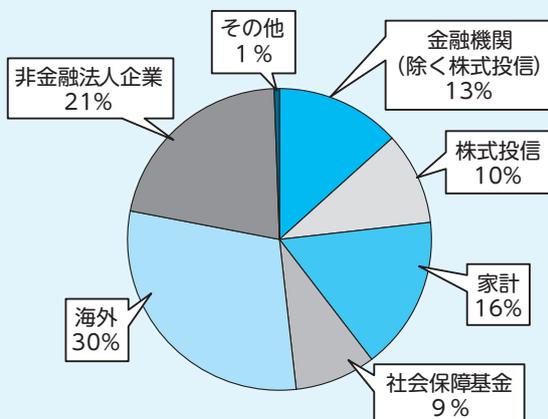
2) E S G投資が投資パフォーマンスを改善する？

E S G投資の手法自体が投資家のリスク・リターンの改善に寄与することへの期待もある。E、S、G等の非財務情報を取り入れ、財務情報から得られない様々なリスクや成長可能性を考慮することにより、長期的にリスク調整後リターンが改善するといわれている。

仮にこのような効果を得られるのであれば、長期で安定した資産形成が求められる個人にとって、E S G投資を行うことは合理的な判断といえる。

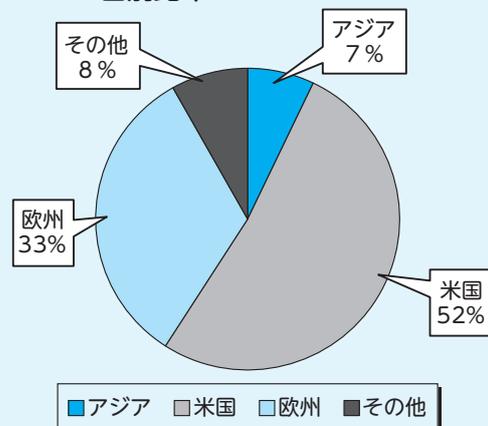
ただし、E S G投資のパフォーマンスに関する研究は多く存在するが、学界では必ずしもコンセンサスがあるわけではない。

図表3-2 国内上場株式の保有残高比率



(注) 2020年12月末時点
(出所) 日本銀行「資金循環統計」から大和総研作成

図表3-3 日本株を保有する海外投資家・国別比率



(注) 2020年
(出所) 財務省「本邦対外資産負債残高」から大和総研作成

Friede et al. (2015)¹¹では、2,200以上の実証研究をもとにESG基準とCFP (Corporate Financial Performance、同論文では企業の財務パフォーマンスや投資パフォーマンス等の様々な指標を含む)の関係性について分析を行い、約9割の実証研究においてESGがCFPに与える影響はノンネガティブと評価している。また、投票数調査による研究(ポジティブ・ネガティブ等をカウントする調査)では5割程、メタ分析(計量分析を用いた複数の研究をもとに、さらに分析すること)による研究では少なくとも6割程がポジティブと評価されている。ただし、ESG基準と投資信託等のポートフォリオに関するパフォーマンスに着目すると、ポジティブと評価される比率が減少することも示されている。

Atz et al. (2020)¹²では、2015年から2020年以降に出版された研究をもとにして分析を行っている。同調査では、①企業側の財務パフォーマンス②投資家視点からみたパフォーマンスに分けて分析しており、企業側のパフォーマンスに対してESGはポジティブに寄与することが確認できた一方で、投資家の視点からみた投資パフォーマンスについては、従来の投資との区別がつかないとしている。

湯山(2020)¹³では、ESG投資のパフォーマンスは、株式投資リターンについては、①ポジティブとネガティブの相反する結果が示されており、統一的な見解は見いだされていないこと、②良

好なパフォーマンスを指摘する研究成果においても、その要因までは示せていない例が多いこと、等が指摘されている。

以上のように、ESG投資のパフォーマンスについては、明確なコンセンサスがあるわけではない。ただし、先行研究をもとにして分析を行った研究では、「ネガティブな評価が多勢を占めているわけではない」という点は共通しているようだ。また、投資パフォーマンスに着目した調査でポジティブな結果が得られにくい要因としては、ESG投資にも様々な手法があること等が指摘される。

今後も研究の蓄積が望まれるが、その際にはより「場合分け」をした上で実証分析を行うべきだろう。例えば、既出のAtz et al. (2020)では、ネガティブ・スクリーニングやダイベストメントに比べてESGインテグレーションの方が、パフォーマンスが良い可能性を指摘している。このような個別の評価を積み上げた上で、ESG投資の手法がブラッシュアップされていくことが望まれる。

また、ESG投資のパフォーマンスに関するネガティブな意見として、ESGリサーチのコスト負担の問題が挙げられる。個人の資産運用において、コストはリターンに大きな影響を与える。仮にESGを組み込むことでコストが上昇し、ESGを考慮しない場合に比べてトータル・リターンが低下するのであれば、個人がESG投資に取り

11) Friede, G., Busch, T., & Bassen, A. (2015) "ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies", *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 5 (4), pp.210-233

12) Atz, Ulrich and Van Holt, Tracy and Liu, Zongyuan Zoe and Bruno, Christopher, "Do Corporate Sustainability and Sustainable Finance Generate Better Financial Performance? A Review and Meta-analysis", (September 9, 2020). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3708495> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3708495>

13) 湯山智教(編著)(2020)『ESG投資とパフォーマンスーSDGs・持続可能な社会に向けた投資はどうあるべきか』、金融財政事情研究会、p131

組む意欲の低下が懸念される。その解決策の一つは「パッシブ化」であるが、それと並行してパッシブでのESG投資におけるパフォーマンスの研究の蓄積、後述するウォッシュ問題への対応も求められる。

4章 個人はサステナブルファイナンスをどう捉えているのか？

1. ESG投資に対する認知度は低い

第3章では個人投資家をサステナブルファイナンス・チェーンに組み込む意義を整理したが、そもそも個人はESG投資に対してどのような認識を持っているのだろうか。サステナブルに関心があるからといって、ESG投資を認知している、または投資したいとは限らない。そこで、4章ではアンケート調査をサーベイすることで、個人のESG投資への認識を探りたい。

年金シニアプラン総合研究機構が2017年3月に行った、一般国民に対するESG投資への意識調査によると、「ESG投資」「SRI」「CSR」「コーポレート・ガバナンス」の4項目について、それぞれ認知度を尋ねると、いずれも「知らなかった」という回答が半数以上を占め、特に「ESG投資」は「知らなかった」が85.7%と、最も認知度が低い結果であった。ただし、2017年はまだサステナブルへの関心が足元に比べて低かったことに加え、当時はサステナブルファイナンス関連の個人向け商品が多くなかった影響が大きい可能性もある。

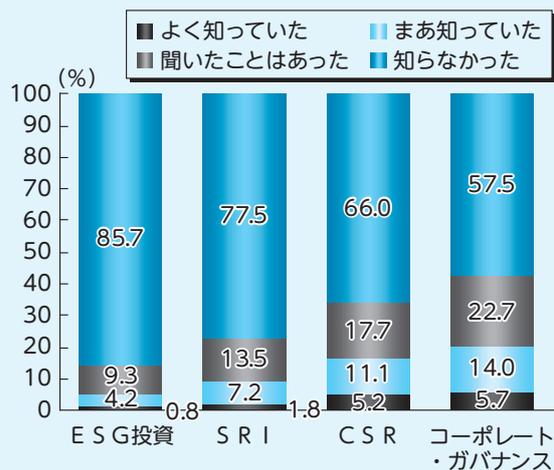
そこで、2020年6月末に企業広報戦略研究所

が行った調査も確認する¹⁴。「ESG」の認知率（「詳しく知っている」「聞いたことはある」の合計）は23.7%であった。前回調査（2019年）の18.3%からは大きく上昇しているものの、ESGを認知していない層は引き続き多いようだ。また、ESG投資を「詳しく知っている」とした回答比率は5.5%に過ぎず、認知率が41.6%と最も高かった20代男性でも、13.3%にとどまっている。

2. 既存投資家・若年層の関心は比較的高いが、リターンは重要

続いて、投資経験の有無によってESG投資への認識の差が存在するのかを確認したい。ここでは、社会変革推進財団（SIIIF）の「インパクト投資に関する消費者意識調査（2020年版）」を参照する。なお、インパクト投資は先述のように、リスク・リターンに加えて、社会へのインパクトがパフォーマンスの項目として重視される投

図表4-1 国民の各項目における認知度



(注) 2017年3月
(出所) 年金シニアプラン総合研究機構「年金資金によるESG投資に対する一般国民の意識に関する調査研究」から大和総研作成

14) 企業広報戦略研究所「2020年度 ESG/SDGsに関する意識調査」(2020年9月)(URL:https://www.dentsu-pr.co.jp/csi/csi-outline/20200929.html) (2021年6月23日アクセス)

資である。そのため、単純にESG投資と水準比較は行うことはできない点には注意が必要である。

図表4-2が示すように、投資経験がある層は投資経験が無い層に比べて、インパクト投資の実行に対する関心が相対的に高いことが確認できる。

加えて年齢階級による関心度の違いも大きい。図表4-2では、投資経験の有無にかかわらず、若年であるほどインパクト投資の実行に関心がある様子がうかがえる。20代においては、投資未経験層でも約20%が実行に関心があるとしている。若年層は保有金融資産額が少ないものの、サステナブルファイナンス市場の新たな支え手になることが期待される。

S I I Fの調査では、上記のインパクト投資に関心を持つ層において、インパクト投資の実行に際し、どれほど経済的リターンを選好するかを問う項目がある。その結果は図表4-3に示すように、「他の商品より経済的な利益が高くなりそうなら投資する」「他の投資商品と経済的な利益が同程度になりそうなら投資する」の2項目で85%程を占めている。投資パフォーマンスの評価軸とし

て経済的リターンを重視するESG投資でも、同様に他の商品と同等以上の経済的リターンを求められることが推察される。

日本において「貯蓄から資産形成（投資）へ」が推進されている一因として、少子高齢化を背景に、公的年金の実質的な給付水準が低下することが予見されている点が挙げられる。このようなマクロ的な背景がある中、個人は効率的な資産形成を行うことが必要になっている。それは個人がESG投資を行う際も例外ではなく、少なくとも既存の商品と同等の経済的リターンを要求するものも不思議ではない。

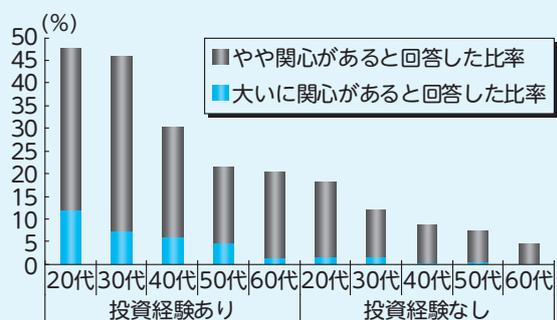
5章 個人にサステナブルファイナンスへの参加を広げるための環境整備

1. 認知度の向上に向けて

1) 金融経済教育の浸透を通じた投資促進が先決

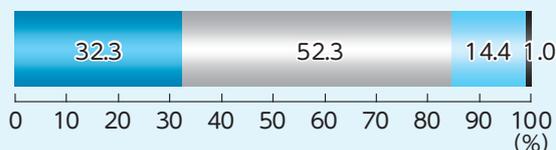
前述の通り、ESG投資の認知度は高いとは言えない状況にある。日本ではESGを考慮するか

図表4-2 インパクト投資の実行に対する関心



(注1) インパクト投資実行に関し、「大いに関心がある」「やや関心がある」「どちらともいえない」「あまり関心はない」「まったく関心はない」の回答項目がある
(注2) 男女別の値を加重平均した
(出所) 社会変革推進財団(S I I F)「インパクト投資に関する消費者意識調査」(2020年版)

図表4-3 インパクト投資の実行に関心を持つ層における、経済的リターン選好度



(出所) 社会変革推進財団(S I I F)「インパクト投資に関する消費者意識調査」(2020年版)

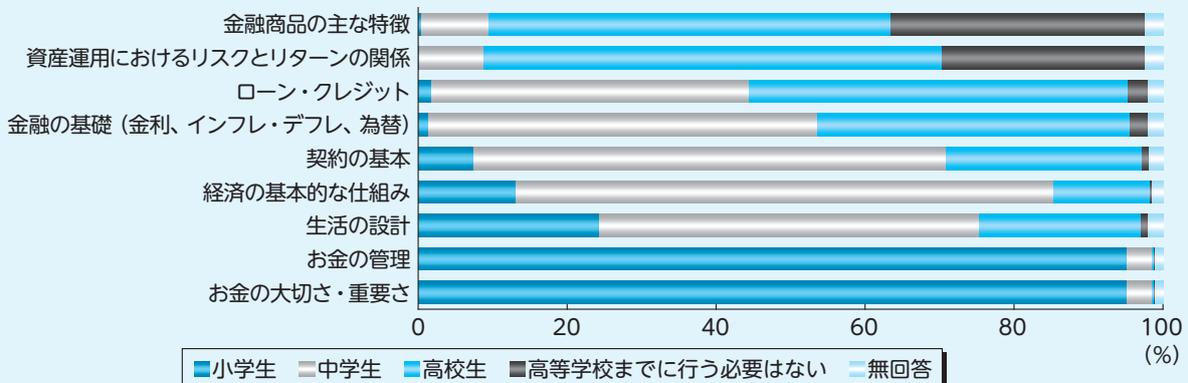
否かにかかわらず投資自体の経験者が少なく、日本証券業協会の「平成30年度証券投資に関する全国調査（個人調査）」によれば、株式を保有している人の割合は12.6%、投資信託を保有している人の割合は9.2%、公社債を保有している人の割合は2.7%であった。株式、投資信託、公社債、それぞれ保有経験がない人の非購入理由で最も多かったのは「興味がない」であり、次いで「十分な知識をまだ持っていない」であった。金融広報中央委員会の「金融リテラシー調査2019年」によれば、学校等で金融教育を受けたと認識している人の割合と、家庭で金融教育を受けたと認識している人の割合はそれぞれ7%、20%と、いずれも低い。投資に必要な金融経済の知識がなく、株式や投資信託、公社債といった金融商品への理解も十分でない状況で、投資そのものに関心のない層が多いと考えられる。基本的な金融経済リテラシーの普及を進め、投資そのものを促進しつつ、その中にサステナブルファイナンスを組み込んでいくことが望ましいだろう。

学校教育に浸透させるためには、教諭に対する啓発活動も重要である。日本証券業協会が事務局

を務めた「金融経済教育を推進する研究会」が2014年に公表した「中学校・高等学校における金融経済教育の実態調査報告書」によれば、学校教育における金融経済教育の必要性は関連科目の教諭の間で理解されている一方で、資産運用におけるリスクとリターンの関係や金融商品の主な特徴に関しては3割前後の教諭が高等学校までに行う必要はないと回答している（図表5-1）。現状の金融経済リテラシーの状況に鑑みると、高等学校までに学ぶ機会を得られなければ、卒業後に自発的に学ぼうとする人は限られるだろう。学校教育の現場を担う教諭に、資産運用や金融商品について高等学校までに学ぶ必要性を伝えていくことが重要ではないか。

なお、資産運用や金融商品の学習にサステナブルファイナンスという視点を加えると、教諭の認識も変わる可能性もある。同報告書によれば、教諭が生徒に身につけさせたい内容として、企業の役割・社会的責任という回答は比較的上位に位置している（図表5-2）。サステナブルファイナンスは社会的責任を果たし、持続的な成長を目指す企業に資金供給をしていこうとするものであり、

図表5-1 金融経済教育の学習開始時期



（注）調査対象は全国の中学校の社会科、技術家庭科の担当教諭と高等学校の公民科、家庭科の担当教諭、商業科設置の高等学校の商業科担当教諭である。回答数は4,462

（出所）金融経済教育を推進する研究会「中学校・高等学校における金融経済教育の実態調査報告書」（2014年4月）から大和総研作成

この観点で捉えれば高等学校までに学ぶべき内容だという認識が広がるのではないだろうか。

個人向けの投資教育の場として、企業型確定拠出年金の投資教育においてサステナブルファイナンスを盛り込むことも有効であろう。先に述べた通り、学校教育で金融経済教育を受けたことのある人が少ない状況である。社会に出てから金融経済教育を学ぶ場は限られる中、企業型確定拠出年金の加入者に対しては加入時の投資教育が必須であり、継続的な教育機会の提供も努力義務とされている。サステナブルファイナンスの理解を広げる場となり得る。

2) 金融機関職員やファイナンシャル・アドバイザー等への啓発

個人に対し金融商品購入などについてアドバイ

スを行う、銀行や証券会社などの金融機関職員への教育を進めていくことも重要だろう。金融機関に属さず、独立的な立場で個人に金融商品の選択について助言するファイナンシャル・アドバイザーやファイナンシャル・プランナーなどへの啓発も同様である。

既に証券会社の営業職員については、有価証券等を取り扱うにあたって必要な資格である外務員の資格試験の範囲にサステナブルファイナンスを含めることが予定されている（2022年度より開始予定）。資格試験の勉強に用いられる外務員必携にもサステナブルファイナンスに関する記述が追記される予定だ。なお、海外ではCFA Society of the UK¹⁵がESG投資認証プログラムを設けており、130時間の学習と、試験で一定の成績を収めることで認証を受けられる仕組みがある。

EUではサステナブルファイナンス行動計画のアップデートを検討中であり、2020年4月にコンサルテーションペーパーを公表している。その結果を受けて2021年2月に公表された“Summary Report of the Stakeholder Consultation on the Renewed Sustainable Finance Strategy”では、回答者の約6割が、サステナブルファイナンスの推進のためにファイナンシャル・アドバイザー向けの詳細なガイダンスの必要性があると回答した。

日本の場合、金融証券仲介業にあたるファイナンシャル・アドバイザーは外務員資格が必要であり、今後外務員試験を通じてサステナブルファイナンスについて学ぶ機会がある。ファイナンシャル・プランナーは民間団体による資格制度があり、

図表5-2 生徒に身につけさせたい内容／金融・経済分野複数回答



(注) 調査対象は全国の中学校の社会科、技術家庭科の担当教諭と高等学校の公民科、家庭科の担当教諭、商業科設置の高等学校の商業科担当教諭である。回答数は4,462

(出所) 金融経済教育を推進する研究会「中学校・高等学校における金融経済教育の実態調査報告書」(2014年4月)から大和総研作成

15) CFA協会のイギリスにある地域ネットワーク。同協会は資産運用業界の倫理職業規範や業績報告基準の自主的策定を行っている世界的な非営利団体であり、資産運用に携わる人材に必要な知識等を学ぶカリキュラムの提供や試験などを世界的に運営している。

こうした資格試験や継続教育にサステナブルファイナンスが組み込まれることが期待される。

2. 参加の入り口はESGファンド投資

1) 個人のESG情報利用のハードルは高い

個人がESG投資を始める方法としては、ESG関連ファンドへの投資や、ESGに取り組む企業の株式や債券への直接投資等がある。後者の場合、企業が開示するESG情報やESG評価機関(Bloomberg、MSCIなど)が公表するESG格付(ESGスコア)などを投資判断材料に、個人が自ら銘柄を選択することになる。だが、企業の情報開示が不十分であることや、定性的なESG情報をどう評価するかといった課題があり、機関投資家であってもESG情報から投資判断を行うことには難しさを感じているのが現状だ。

ESG情報は企業によって開示の仕方や内容が異なるため、業界内の企業間での横比較や時系列比較を行うことが難しいと言われている。また、ESGスコアについても、同じ企業のスコアが各評価機関によって異なる場合もある。経済産業省の調査では、運用機関(本稿では機関投資家とほぼ同義として記述している)を対象にESG投資を行う上での障害を尋ねたところ、8割以上が企業のESG情報に関する情報開示は不十分であると回答し、半数以上はESG投資の適切な評価方法が確立できていないと回答している(図表5-3)。

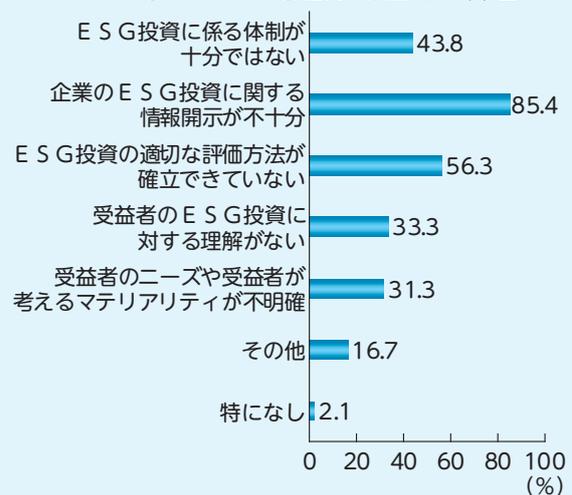
このように、プロの機関投資家も課題を抱えている中で、個人がESG情報をもとに株式を選別して投資するハードルは高いだろう。個人にES

G投資の機会を提供するには、ファンドへの投資が望ましいのではないかと。近年は、日本においても、ESGやSDGsへの関心の高まりを背景に、ESG関連ファンドの設定が増えている。QUICK資産運用研究所の調査によると、ESG関連ファンド¹⁶の新規設定は2020年10月時点で35本(年内設定予定含む)と、最多であった2018年の28本を超える見込みと報告されている¹⁷。

2) 健全で透明性の高いESGファンド市場の構築に向けて

個人にESG関連ファンド投資を促す環境の整備として求められるのが、健全で透明性の高い市場の構築である。そのためには、本稿で示すサステナブルファイナンス・チェーンにおける各主体がそれぞれの責任を果たしていくことが重要と言える。

図表5-3 運用機関が感じるESGを投資判断等において考慮する上での障害



(出所) 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」(令和元年12月)から大和総研作成

16) この調査では、国内公募投資信託のうち、キーワード(QUICKが独自に付与)に「ESG」「CSR」「SR」「環境」「企業統治」のいずれかを含むファンドとしている。

17) QUICK資産運用研究所「ESG関連投信がブーム、2020年は過去最多に『未来の世界(ESG)』がけん引(2020年11月5日)(URL: https://moneyworld.jp/news/05_00038805_news) (2021年6月23日アクセス)

ESGファンドの銘柄選定においては企業のESG関連情報開示の充実が必要だ。持続可能な経済社会システムの実現という世界共通の目標を達成するには、サステナビリティに取り組む企業の裾野を拡大していくことも不可欠である。

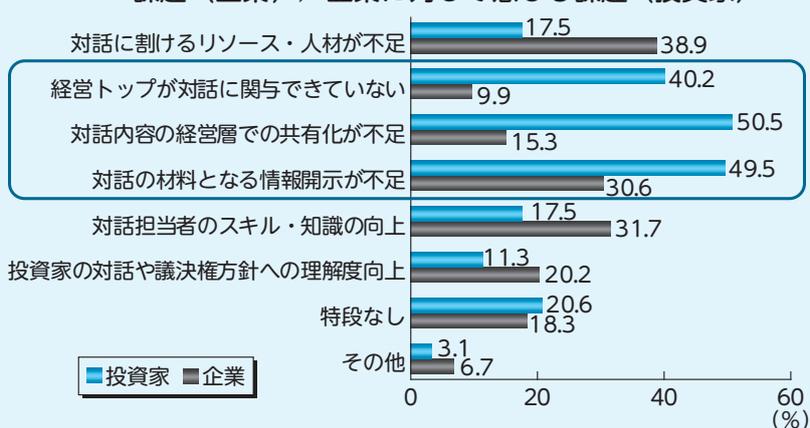
生命保険協会は、企業価値向上に向けた取り組みに対するアンケート調査を企業と機関投資家に行った(図表5-4)。その中で、対話に対して、企業が自社の体制や取り組みにおいて感じる課題と、投資家が企業に対して感じる課題を尋ねたところ、「経営トップが対話に関与できていない」「対話内容の経営層での共有化が不足」「対話の材料となる情報開示が不足」の3項目については、企業よりも投資家の方が課題と感じている割合が高かった。ファンド運用会社においては、経営トップとの対話を通じてサステナビリティへの意識を高め、より具体性のある情報開示を引き出せるような働きかけが求められる。

また、ファンド運用会社には、個人にも分かり

やすく正確な情報開示が求められる。例えば、ファンドの目論見書を個人が読み解くのは難解であり、信託報酬やパフォーマンスなどの情報に加え、そのテーマについて、組み入れ企業はどのような取り組みを重視しているのか(環境問題か、労働問題か、貧困問題かなど)が一目で分かるような、情報提供方法の工夫も必要だろう。EUは指数会社など金融商品のベンチマークを提供している業者に対して、ベンチマークにESG要素を考慮している場合、その内容について開示を求める制度を導入済である¹⁸⁾。

販売業者となる証券会社には、個人投資家に対し、適切な投資判断ができるような投資助言や情報提供などのサポートが求められる。個人の投資の知識や関心には幅があることを踏まえれば、ファンドの基礎的な知識や、ファンドの組み入れ銘柄企業のサステナビリティ情報など、それぞれのニーズに応じた情報提供をもとにした投資アドバイスを望ましいだろう。

図表5-4 対話に際し、自社の体制や取組において感じている課題(企業) / 企業に対して感じる課題(投資家)



(注) 囲みは、特に認識のギャップが大きい(投資家>企業)項目
 (出所) 生命保険協会「企業価値向上に向けた取り組みに関するアンケート集計結果(2020年度版) 企業・投資家の結果比較」から大和総研作成

18) 太田珠美「EUの気候ベンチマークが始動—2つのベンチマークが策定、ESGの影響についての開示強化も」、(大和総研レポート、2020年9月25日)(URL: https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/esg/20200925_021791.html)

3) ウォッシュの回避と「見える化」

SDGsウォッシュやグリーンウォッシュの回避も、今後の課題といえる。SDGsウォッシュやグリーンウォッシュは、期待される社会や環境へのインパクトが無い投資であるにもかかわらず、効果があると見せかけることである。

これらのウォッシュの問題は、サステナブルファイナンス市場の健全性そのものに対して悪影響を及ぼすと同時に、長期的にみれば個人投資家のサステナブルファイナンス市場への参入を阻害する要因になるとみられる。ESG投資を行うことが長期的にパフォーマンスを改善することを期待する投資家にとって、「ウォッシュ」の存在により、期待する効果を得られない可能性があるためだ。

また、ESG投資によりサステナビリティに貢献できていると実感できることが、個人のサステナブルファイナンス市場への参入を促進させる可能性がある。2° Investing Initiative (2020)¹⁹では、よりサステナブルを重視した投資を行うことによるリターンへのトレードオフを個人が許容するか、について分析を行っている。同調査では、事前にサステナビリティへの選好を強調するか否かで結果が大きく変わることを指摘している。つまり、その投資が社会にどのようなインパクトをもたらすかを良く理解することで、リターンの最大化のみに執着しなくなるということだ。人々は損失回避性が強いとされる一方で、その損失が何のためのものか、が明らかになることで、損失回避性を和らげることができるとされている。ESG投資はパフォーマンスを犠牲にすることを前提にする投資手法ではないが、ESG投資が社会

にどのようなインパクトをもたらしているのかを「見える化」することで、個人の持つ社会的リターンへの選好を引き出すことにつながる可能性が期待される。

欧州では既に「ウォッシュ」を回避するための取り組みや社会へのインパクトを「見える化」する取り組みが行われている。例えば、欧州ではEUタクソノミーについての議論が進んでいる。EUタクソノミーは、投資対象が環境面でサステナブルかどうかを判断する基準であり、グリーンウォッシュの回避につながることを期待される。投資家にとっても、基準が明確されることで判断コストの低下につながるとみられる。また、EUベンチマーク規制の改正も同様の効果が期待できる²⁰。具体的には、気候変動関連のベンチマークが設けられ、さらにESGを考慮したベンチマークについてその内容についても開示が求められている。

日本でもESGやSDGsが急速に注目されるにつれ、ESGやSDGsの名を冠する金融商品に資金が流入しやすくなってきている。それと同時に個人の金融商品に関し、ウォッシュの問題が起きやすくなっている可能性がある。長期的な資金流入を望むには、ウォッシュの回避や「見える化」の取り組みが必要だろう。

3. DCを通じたESGファンド投資

1) 投資環境の整備は不十分

個人がESG関連ファンドへ投資するには、個人の資産形成のため促進されている確定拠出年金(DC: Defined Contribution)を通じて投資できる環境が望ましいだろう。

19) 2° Investing Initiative (2020) “A Large Majority of Retail Clients Want to Invest Sustainability-Survey of French and German retail investors’ sustainability objectives”, (March 2020)

20) 脚注 12 を参照。

DCは加入者自身がファンドや定期預金などの金融商品を選択して運用し、その運用結果を年金資産として受け取る仕組みである。投資経験のない加入者も金融商品を選択できるように、加入者に対して投資教育が実施されるため、DC加入を契機にファンド投資を始める人も多い。また、税制が優遇されており、個人にとって長期の資産形成を実践しやすい。企業型と個人型（iDeCo）があり、2021年3月末における加入者数はそれぞれ750万人²¹、194万人²²である。

しかし、DCで運用できるファンド数は500²³本近くあるが、そのうちESG関連ファンドは16本²⁴（いずれも2021年6月22日時点）と、全体に比してまだ少ない。また、DCを通じてE

SG関連ファンドへ投資するには、企業型DCを実施する事業主や、iDeCoの運営管理機関（金融機関）が運用商品としてESG関連ファンドを選定する必要がある。だが、そもそも本数が少ないことや、日本でサステナビリティへの意識の高まりが顕著となったのがここ数年のことであり、ESG関連ファンドを組み入れようという事業主や金融機関の動きはあまり見られていない。まだDCの加入者の多くがESG投資に参加できる環境にはないと言える。

そこで、以下では、個人がDC（主に企業型DCを中心に）を通じてESG投資に参加できる仕組みをどう作るべきかを考察したい。



- 21) 運営管理機関連絡協議会、信託協会、生命保険協会「確定拠出年金（企業型）の統計概況（令和3年3月末現在）」
- 22) 国民年金基金連合会「iDeCo（個人型確定拠出年金）の加入等の概況（2021年3月時点）」
- 23) モーニングスター社ウェブサイトでファンド種類を「DC専用」として検索した結果、494本であった。
- 24) 各種資料をもとに大和総研調べ。

2) 組織的な企業型DCの運営

企業年金連合会が公表する「企業型確定拠出年金制度運営ハンドブック（平成30年9月）」では、事業主の制度運営における具体的な取り組みの一つとして、運用商品のモニタリングが挙げられ、制度導入後も、現在の運用商品のラインナップが適当かどうかを定期的に検証していくことが望ましいとしている。DC制度が誕生してから20年近くが経過し、その間、信託報酬が低めに設定されたファンドが増え、バランス型ファンドへの加入者ニーズも高まってきた。運用商品については、こうした変化に対応し見直していく必要がある。

第18回社会保障審議会企業年金・個人年金部会の資料に掲載されている、企業年金連合会「2018（平成30）年度決算 確定拠出年金実態調査」の結果²⁵を見ると、運用商品のモニタリングの実施状況については、「定期的に行っている」「定期的ではないが行っている」と回答する事業主の割合の合計は54.2%と、前年調査の45.3%から8.9ポイント増えた。とは言え、半数近くはモニタリングができていない。この要因としては、事業主がDC担当に十分な人材を割り当てることができないことや、専門的な知見を有していない担当者が、運用商品の見直しの必要性を必ずしも感じているわけではないことなどが考えられる。同調査によると、運用商品のラインナップの見直しの予定はないと回答する事業主は、7割以上存在している。

欧州を中心に個人のESG投資への参加が期待される中で、日本のDC制度にそれを組み込まず、加入者に投資機会を提供できないとすれば、それ

は大きな課題ともいえる²⁶。任務の負荷が大きい担当者任せの制度運営ではなく、企業内で組織的にDC制度を運営する仕組みが必要ではないか。例えば、「企業型確定拠出年金制度運営ハンドブック」においては、担当部署以外の部署等との連携や労働組合との間の意見交換の場を設けることを強く推奨する必要があるだろう。サステナビリティの意識が高い経営陣やIR、CSRの担当部署などと情報を共有できれば、DCの制度運営にもサステナビリティの意識を組み込みやすいと思われる。また、ESG関連ファンドへの投資を望む加入者の声は少なくないだろう。労働組合との意見交換により、こうしたニーズを運用商品の見直しに反映させることも期待できるのではないかと。

3) サステナビリティ考慮の法令整備の検討 ～英国、オーストラリアの事例を参考に

さらに踏み込んだ対応として、DCの運用商品の選定等において、サステナビリティを考慮する旨を規定する法令整備も検討すべきではないか。この点、海外では、英国やオーストラリアなどDCが普及している国において、DCを通じたサステナブル投資を政策的に推進しようという動きが見られる。そこで、以下では、2カ国の状況を確認し、日本で取るべき対応を考察したい。

(1) 英国

英国では2019年10月から企業年金に対し、運用基本方針（SIP：Statement of investment principles）にESG考慮の記載を義務付けている。さらに、2020年にはTCFD（Task Force

25) 第18回社会保障審議会企業年金・個人年金部会（2020年12月23日）資料1「企業年金のガバナンス等について」36ページ

26) DCの資金が年金資産であることを踏まえると、投資にESGを考慮することは受託者責任に反するのではないかと議論があるが、前出の「サステナブルファイナンス有識者会議報告書」にも記載があるように、現在はESG投資は受託者責任に反しないという認識が全世界的に一定の支持を得ている。

on Climate-related Financial Disclosures：気候関連財務情報開示タスクフォース）勧告に基づく気候変動の対策および開示の義務付けを定める法律も制定され、2021年10月から一部の企業年金を対象に運用が開始される。

相次ぐ規制強化で対応を迫られる企業年金だが、概ね肯定的に受け止めているようだ。英国では、既に運用基本方針にESG考慮の記載が義務化され、また気候変動のリスクは全ての年金制度が直面する問題であるとの認識が英国全体で共有されていたことなど、追加の規制導入を受け入れる素地ができていたことが背景にあるとの指摘もある²⁷⁾。

規制強化の流れを受け、小規模事業主の多く

が利用するNEST（National Employment Savings Trust）では、SIPの改正を公表している。英国生命保険会社のAVIVA²⁸⁾では、自社の企業年金として導入するDCのデフォルトファンドに、倫理的およびESG事項を考慮した投資戦略を採用している。また、複数の小規模事業主のDCを扱うマスター・トラストを運営するアトラスは、2019年12月にPRIに署名し、マスター・トラストの3つの運用戦略全てに、ESG関連ファンドを採用したことが報告されている。

（2）オーストラリア

強制加入のDCであるオーストラリアのスーパーアニュエーションでは、運営基金の8割近くが責任



27) 福山圭一（2021）「英国大手企業年金に対するTCFD勧告に基づく気候変動への対策及び開示の義務付けについて」2021年5月20日、年金調査研究レポート（2021年度）、年金シニアプラン総合研究機構

28) AVIVAは古くから責任投資を提唱しており、英国における責任投資のパイオニア的存在として知られている。

投資 (Responsible investment) を実践していると言われている²⁹。早くから責任投資が進められてきた背景には、非営利団体のACS I (Australian Council of Superannuation Investors: オーストラリア退職年金投資家協会) がメンバーのスーパーアニュエーション基金に責任投資を働きかけるなど、民間主導で強力に推進してきたことがある。

近年の動きとしては、ACS I やオーストラリア金融機関、業界団体、スーパーアニュエーション、学術関係者などが「オーストラリア・サステナブル・ファイナンス・イニシアチブ」(ASFI: Australian Sustainable Finance Initiative) を協働で立ち上げ、2020年11月に持続可能な社会の実現を目指すロードマップを策定した³⁰。この策定のプロセスには、80を超える組織・団体が加わっている。

民間主導の動きが強まる中、2021年4月には、規制当局であるAPRA (Australian Prudential Regulation Authority: 健全性規制庁) が気候変動リスクの管理・公表に関する指針案について公表した。これはAPRAの規制対象となる金融機関に対しTCFD勧告の助言に基づき、ガバナンスやリスク管理、情報開示などを推奨するものである。オーストラリア政府も規制強化に乗り出した背景には、欧州や英国におけるESG投資推進の動きが影響していると見られる。

(3) 日本への示唆

日本では、2018年4月に確定給付年金(DB: Defined Benefit)の資産運用ガイドラインが見直され、運用受託機関の専任時等にはスチュワー

ドシップ・コードの受け入れや、ESGなどの非財務情報に対する考え方などを定性評価項目とすることが望ましいとされた。一方で、DCではそれを推奨する定めや通知はない。英国やオーストラリアなどを参考とすれば、日本のDCにおいても、サステナビリティの考慮を法令等で規定するなどの規制導入を検討すべきだろう。具体的な取り組みとしては、DCの実施事業主に対し、厚生労働省に年に一度提出する報告書に、サステナビリティをどう考慮したかの記載を義務付けることなどが考えられる。事業主にとって、運用商品のモニタリングや加入者との意見交換など、制度運営が適切に行われているかの検証機会となり、サステナビリティの意識が高まるのではないかと。

これは企業年金のガバナンス強化という観点からも重要な取り組みである。これまで、企業年金のガバナンスについては、ほぼDBを対象に議論されてきた。上記のDBガイドラインの見直しは、ガバナンス強化への対応の一環として進められたものである。だが、国際基準とも言えるOECDガイドラインは、DB、DCに共通で適用されるものとして位置づけられている。2021年3月末における日本のDCの加入者数は、初めてDBを逆転した³¹。第18回社会保障審議会企業年金・個人年金部会では、DB、DC両制度におけるガバナンスの確保が議題であった。DCガバナンスの強化は重要な論点と言える。

もっとも、個人のファンド投資を促すには、つみたてNISAという選択肢もある。だが、つみたてNISAの投資対象商品には、指定されたインデックスに連動する一定の投資信託(ETF)

29) Boele, N, Coles, N, Iyer, N & Thompson, R [Responsible Investment Super Study 2019] Responsible Investment Association Australasia (RIAA)

30) ASFI [Australian Sustainable Finance Roadmap]

31) 積立不足(退職給付債務に対し年金資産が不足している状態)が母体企業経営に与える影響が大きいことなどから、近年はDBからDCへ移行する企業の動きがあり、今後もこの流れは続くと思われる。

という要件があり、このインデックスの中には、GPIFにも採用されているようなESGインデックス（MSCI日本株女性活躍指数、FTSE Blossom Japan Index など）は含まれていない。この点、2020年9月に日本証券業協会、投資信託協会、全国証券取引所協議会が連名で公表した「令和3年度税制改正に関する要望」では、つみたてNISAの投資対象商品の要件の見直しとして、ESG関連インデックスの追加の要望を盛り込んでいる。つみたてNISAは、若年層を中心に利用が広がっており、幅広い個人がサステナブルファイナンスへ参加するためには、要件の拡充が急がれる。

6章 おわりに

個人は金融資産の最大の保有主体であることか

ら、いかにサステナブルファイナンスへの参加を促すか、欧州や日本で政策的な検討が行われている。個人がサステナブルファイナンスに参加するインセンティブは大きく2つ想定される。1つは経済的リターンの向上、もう1つが環境や社会課題の解決という社会的リターンの獲得である。

前者に関して明確な学術上のコンセンサスは得られていないが、例えばNISA（少額投資非課税制度）や確定拠出年金といった個人の資産形成を促進するための税制優遇措置を活用することで、個人のサステナブルファイナンスへの参加を促すことは有効な手段となり得るのではないかと。現状、つみたてNISAは銘柄選定に制約があるが、政策として推し進めるのであれば、（ESGに関する基準を明確にする等、ウォッシュ対策をした上で）ESGファンドを組み込むべきではないか。確定拠出年金にもESG関連ファンドが組



み入れられるよう、各運用機関への啓発活動や支援などを行っていくことが重要だろう。

後者に関しては、社会的リターンを求める意識は高まる一方で、経済的なリターンを犠牲にしても良いということではなく、サステナブルファイナンスの促進は社会的利益と経済的利益を両立させていくことが前提と言えよう。一方で、前掲の2° Investing Initiative (2020) の調査の通り、投資が社会にどのようなインパクトをもたらすか良く理解することで、個人の持つ社会的リターンへの選好を引き出すことにつながる可能性もある。学校教育の中に持続可能な社会の実現が組み込まれていくにつれ、個人の経済的リターンの選好が現時点と将来で変化していくかもしれない。

機関投資家と投融資先企業に加え、最終受益者である個人、それらをつなぐ金融仲介機関が、それぞれサステナビリティファイナンス・チェーンの主要な担い手として役割を果たし、日本経済・社会の持続的な発展に資する金融メカニズムを実現することが期待される。

[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

佐川 あぐり (さがわ あぐり)



政策調査部
研究員
担当は、年金に関する制度や運用

藤原 翼 (ふじわら つばさ)



金融調査部
研究員
担当は、金融資本市場