

ESG 調査の変遷からサステナビリティ実現に向けた企業評価のあり方を問う

村上 芽

1. 背景と本稿の目的

日本総合研究所創発戦略センター（以下、当センターという）では 1999 年に、個人向け投資信託を運用する外資系金融機関から、上場企業における環境配慮の取組状況調査業務を受託した。

その背景には、地球環境・地域環境の改善のためには、世の中の資金の流れが、環境保全に貢献するビジネスに向けられ、同時に環境を破壊するようなビジネスには向かわないようになることが必要であるとの仮説があった。さらにそのような「資金の流れ」を形成するためには、投資判断にあたり、「当該企業が、事業活動を通じてどのような影響を環境に及ぼしているか」という観点が織り込まれるべきであり、判断材料が必要であると考えた。そこで、上場企業における環境配慮の取組状況調査サービスを立案し、提供を始めたのである。その後、2005 年から国連が ESG（環境、社会、ガバナンス）を提唱したのに呼応して、当センターでも調査領域を ESG に拡大し、調査手法の改善と、調査対象の多様化に取り組んできた。

直近、2022 年 3 月の国内のサステナブル投資残高は 493 兆円を超したとされる¹。この間、上場企業の ESG 評価インデックスなど、ESG 投資のための金融商品が開発され、企業における ESG 情報の開示もコーポレートガバナンス・コードなどの後押しにより大きく進展した。2023 年からは、有価証券報告書においてサステナビリティ情報の記載欄が新設される。

他方、ESG 投資を牽引してきた欧州では、ESG 投資の分類・定義の厳格化に伴い、2020 年に初めて ESG の運用資産残高が減少した。また米国でも、証券取引委員会が 2022 年に初めて、ESG 投資の情報開示違反を理由に大手銀行や資産運用会社に制裁金を科した。また、国内でも、金融庁が 2022 年に「ESG 評価・データ提供機関に係る行動規範」を公表するなどの市場の変化がある。

本稿では、当センターが 23 年間手掛けてきた ESG 調査の実務の立場から、国内外における ESG 投資市場の変遷を振り返る。そのうえで、「世の中の資金の流れを変えることで、環境・社会的な課題が解決される」という元来の仮説と照らし合わせて成果と課題を明らかにする。さらに、現状に照らせば、ビジネスによるサステナビリティへの貢献がこれまで以上に必要になるとの考えから、企業評価において求められる視点や手法、そのために必要な情報インフラ等について提案を行う。

本稿で「ESG 調査」とは、企業の非財務情報のうち、環境・社会・ガバナンスに関する情報に特化して調査を行い、一定の評価基準のもとで複数の企業間を比較して点数または格

¹ 日本サステナブル投資フォーラム 2022 年 11 月 30 日発表資料を参照。

付を付与することを指す。さらに、そのサービスを有償で他社に提供する主体を「ESG 情報提供者」とする。

2. ESG 投資と ESG 調査市場の誕生と成長

(1) 2005 年以前

当センターが上場企業における環境配慮の取組状況調査サービスを開始した 1999 年は、日本国内の銀行窓口における個人向け投資信託の販売が解禁された翌年であり、複数の「エコ」を冠したファンドが誕生した年でもあった。当センター以外にも、ESG 情報提供者が複数出現した。SRI 型の金融商品の企画や投資助言を主たる事業とするスタートアップ企業もあった。

なお、SRI とは Socially Responsible Investment (社会的責任投資) の略であり、国連が ESG を提唱する 2005 年以前には、企業の環境や社会に対する姿勢を評価するタイプの投資行動は SRI と呼ばれていた。

SRI の歴史は 1920 年代に遡ることができるが、欧米で専門の調査やコンサルティングビジネスがはっきりと出現するのは、1980 年代に入ってからのことである。1983 年にイギリスで EIRIS 社、1988 年に米国で KLD Research & Analytics 社 (以下、KLD) が誕生した²。この後、Innovest Strategic Value Adviser (以下、Innovest)、Jantzi Research、Toriodos Research、Oekom Research、SAM など、米国、カナダ、オランダ、ドイツ、スイスといった国々でサステナビリティに特化して企業調査や評価を手掛ける専門会社が次々と誕生した。

国内に目を戻すと、次の変化の年は 2003 年だった。日本では、経済同友会が「第 15 回企業白書「市場の進化と社会的責任経営」」を 3 月に発表し、「CSR (企業の社会的責任) 元年」とも呼ばれた年である。CSR に関する報告書を出す企業が増え、関連する調査や、経営コンサルティングが増え始めた。コンサルティング会社では、環境会計、環境レポート、生物多様性など個々の得意分野が比較的はっきりとしていた。

また、環境省や経済産業省でそれぞれ「環境と経済の好循環」や「環境と経済の両立」がうたわれるなど、現在にも続く、環境・社会への配慮と企業の成長に関する議論が広がっていった。例えば「平成 11 年版環境白書」では損害保険と環境リスク、融資における環境リスク、社会的責任投資の動きを取り上げ、「マネーの流れを調整する産業活動における環境保全の内在化に向けて」と題して、金融と環境を統合させる取り組みを論じた³。

² Jennifer F. Cheng “Domini Social Investments: A CSR Case Study”, 2007 や、Robert G. Eccles, Linda-Eling Lee, Judith Stroehle, “The Social Origins of ESG?: An Analysis of Innovest and KLD”, 2019 を参照

³ 環境省「平成 11 年版環境白書」第 1 章第 2 節 出所：
<https://www.env.go.jp/policy/hakusyo/h11/index.html>

当センターでは2003年、調査領域を「環境」から「社会」へと広げ、企業年金向けの資産運用を行う受託する運用機関向けに調査サービスを開始した。この時点での特徴は、最終的な資産保有者であるアセットオーナーが、個人投資家ではなく、年金基金に広がったという点である。

しかし、その前後、SRI市場そのものが爆発的に広がるということはなかったため、ESG情報提供者の数が拡大するということがなかった。

(2) 2006～15年

2005年秋に国連がESGを提唱し、2006年に国連責任投資原則が発足した。同原則は、年金基金らのアセットオーナーに向けてESGの考慮を投資プロセスに盛り込むことを求めた。ESGを考慮した投資を行うことによって、「より広範な社会の目的」に合致するとした。

この考え方が可能になった背景には、ESGを考慮して投資を行うこと、すなわち、その調査にコストをかけたり、仮に企業の財務成績が良くてもESGの成績が悪ければ投資をしないという判断をしたりするという点について、「投資家の利益を守ることに反しない」という法的解釈がこの時点で明確にされたことが挙げられる⁴。

資産運用者が投資家から預かった資産を市場で運用し、一定期間後に投資家に金銭的なリターンを返すことは投資の基本である。この資産運用者としての責務は「受託者責任」と呼ばれる。従来は、ESGの観点から例えばタバコや武器関連企業に投資しないと「決めつける」ことが、それらの企業に投資していれば得られていたはずの金銭的収益を逸失することにつながり、したがって受託者責任を果たしていないと解釈されていた。

受託者責任は資産運用業にとって非常に重要な概念であるため、この点を巡る法的な環境整備に一石を投じたフレッシュフィールドズ法律事務所による報告書は支持を集めた。

その後、世界経済は2008～09年に金融危機を経験した。金融危機では短期的・投機的な金融業界の行動が批判の的となったため、逆に、長期的な投資行動と親和性の高いESG投資への追い風につながった。

金融危機後、欧米では、ESG情報提供者どうしの経営統合や、大手金融情報プロバイダによる買収が相次いで始まった。例えば、1998年設立のInnovest、1988年設立のKLDとともに2009年にRiskMetrics社に買収される⁵が、同社も2010年にMSCIに吸収された⁶。

⁴ なお、この解釈については永続的なものとは言い切れない。米国内では、時の政権の考え方や国際情勢の影響を受けるなどして、ESG投資を考慮することの是非をめぐる議論が繰り返しなされている。

⁵ 脚注2と同じ。

⁶ MSCI社投資家向けニュース“MSCI Completes Acquisition of RiskMetrics”2010年6月1日。出所：<https://ir.msci.com/static-files/b1796cb3-a24d-4ed3-a5aa-2e2e3255999c>

1983年設立のEIRISと2002年設立のVigeoは2015年に合併する⁷が、その後、2019年にMoody's傘下に入った⁸。現在は、ロンドン証券取引所やドイツ証券取引所などの証取運営会社、Moody'sやStandard & Poor'sといった大手格付機関、そして大手情報提供会社のMorningstarなどがグループ内部に子会社や調査部門として専門チームを有している。このような合従連衡が進展した背景の1つには、環境・社会等の知識や専門性を必要とするESGについて世界規模でサービスの選択肢を増やしたい大手各社の考えと、規模拡大のためにはシステム面等におけるより大きな投資を必要とした専門各社の考えが一致したことがあると考えられる。

当センターでは国連の動きに合わせ、2006年に体制を整備し「ESGリサーチ」の名を冠するチームを発足させた。独自の調査フレームも「企業の社会的責任に関する調査」から「ESGに関する調査」に改称した。しかし、国内ESG投資市場そのものは、必ずしも成長軌道に乗る状況は実現せず、日本国内で活動するESG情報提供者の数もさほど増えなかった。

(3) 2015～2020年

2015年、9月の国連総会でSDGs(持続可能な開発目標)を含む2030アジェンダが採択され、世界最大の年金基金である日本のGPIF(年金積立金管理運用独立行政法人)が責任投資原則に署名した。12月にはCOP21(気候変動枠組条約第21回締約国会議)でパリ協定が策定された。同時に、FSB(金融安定理事会)によってTCFD(気候関連財務情報開示タスクフォース)が設立された。

世界的に、人間社会の持続可能性や気候変動対策の強化に向けた機運が高まり、日本においてはESGが認知され、投資残高が伸びていく起点となったのが2015年だった。

特に、政府が当時の政策の基本方針だった「日本再興戦略2016」で「ESG要素」という言葉に触れたり、GPIFが独自にESG指数の公募を行ったりした2016年頃から、国内の運用機関で具体的にESG投資のための商品化の動きが広まった。

そうした状況下で、GPIFの指数として選定された、外資系大手金融情報プロバイダの存在感が増してくる。2017年7月に発表された最初のESG指数は、FTSE社とMSCI社による総合型が2種、MSCI社による女性活躍に特化したテーマ型が1種だった。2018年には

⁷ 2015年10月12日に両社で発表。出所：

<https://www.sriservices.co.uk/2015/10/13/eiris-vigeo-announce-merger/>

⁸ Moody's社投資家向けリリース“Moody's Acquires Majority Stake in Vigeo Eiris, a Global Leader in ESG Assessments” 2019年4月15日。出所：

https://s28.q4cdn.com/193705676/files/doc_news/archive/2d032fd8-eb68-43e1-b238-a386df2f4735.pdf

S&P 社の提供する環境株式指数も追加された。これらの指数に選定されれば、株式市場において株価の上昇効果が期待できるため、企業からの注目も必然的に高まった。

三社はそれぞれ、経済紙、証券取引所、大手証券会社といったバックグラウンドを持ち、前節で述べたとおり、専門的な ESG 情報提供者を買収するなどして徐々に ESG 調査の体制を強化してきた企業である。

(4) 2021 年以降

2022 年 3 月の国内の 56 機関における ESG 投資残高は 493 兆円を越し、総運用資産残高に占める割合は 61.9%となった（日本サステナブル投資フォーラム調べ、脚注 1 と同じ）。国内においても、ESG 投資の主流化が一段と進んだ。

ただし本稿の第 1 章でも述べたとおり、主流化に伴い、欧米や国内で様々な市場の変化も生まれている。

2022 年 12 月時点で、日本取引所グループがウェブサイト上で紹介する「ESG 評価機関・データプロバイダ」は、以下の 12 社・団体となっている⁹。

アラベスク・グループ	2013 年創業。AI を使用した評価を行う
ブルームバーグ・エル・ピー	大手金融情報プロバイダの 1 つ
CDP	非営利団体。グローバルに情報開示基盤を構築
Fitch Solutions	信用リスク、ESG リスク情報提供
FTSE Russel	ロンドン証券取引所グループ
MSCI	株価指数運用会社の 1 つ。傘下に KLD など
株式会社グッドバンカー	国内の ESG 助言会社
日本経済新聞社(日経 NEEDS)	日本経済新聞社が提供するデータベース
S&P グローバル	大手格付機関係。傘下に SAM や Trucost
Sustainalytics	モーニングスターグループの ESG レーティング提供
東洋経済新報社	アンケート調査によるデータベース
Truvalue Labs	AI を活用した ESG リスク・スコア生成

3. ESG 情報開示と ESG 調査手法の変遷

投資家が ESG を考慮しつつ投資先を選択するためにも、ESG 情報提供者がそのサービスを提供するにも、おおもとなるのは企業側からの情報開示である。そのため、ESG 投資家は企業に情報開示を求め、政府や証券取引所に対しては、情報開示の義務化（規制強化）を求めてきた。企業は、ESG 情報開示には追加的なコストがかかるため、サステナビリティ報告書等を作るのは「ビジネス上の差別化目的」⁹として自主的な開示を志向するものの、

⁹ 日本取引所グループ「ESG 評価機関等の紹介」。出所：

<https://www.jpx.co.jp/corporate/sustainability/esgknowledgehub/esg-rating/index.html>

一定の標準化を求める声もあった。

このような構図を背景に、情報収集に関する技術と、法制度の観点から変遷を振り返る。

(1) 情報収集技術：アンケートから公開情報、AI の活用へ

インターネットが広く普及する以前には、大量の詳しい情報にアクセスすること自体が困難だった。また、企業による環境報告書発行数も限られていた¹⁰。そのため、ESG 投資黎明期（SRI 期）に用いられたのは、紙の調査票によるアンケート調査である。上場企業に対しては、様々な調査機関からの調査への協力依頼が国内外から届くようになる。紙が電子ファイルになっても、個別に記入・メール送信を依頼するという手法が取られた。

並行して、環境・社会に関する情報のあるべき姿に関する議論が進み、開示基準が策定されるようになった。グローバルにこの議論をリードしたのは、GRI（Global Reporting Initiative）だったといえよう。GRI ガイドラインの第 1 版が発行されたのは 2000 年 6 月で、国内では、環境省が 2001 年 2 月に「環境報告書ガイドライン（2000 年版）」を発行した。環境報告書発行数は 2003 年には 901 社となり¹¹、国内での ISO14001（環境マネジメントシステム）の普及とともに、環境報告書の作成という「業務」が企業において認識されるようになってきた。

ESG 情報提供者は、時にはこうした情報開示基準の策定活動にも関わりながら、自らの情報収集の効率性と評価の独自性をそれぞれ追求し、開示情報を活用しながらも独自の評価基準で評価・格付等を行うようになった。開示スキームも林立し、2015 年時点では、ESG 全般や気候変動に特化したものまで、世界中で 400 近く上るとされた¹²。

やがて企業の ESG 情報開示がインターネット上で進展するにつれ、公開情報に基づく調査が主流化していく。企業の開示は、GRI や環境省の環境報告ガイドラインを参照するなどして、環境社会報告、CSR 報告、サステナビリティ報告などの呼び方は色々だったにせよ、各社に共通の開示内容が増えていく。企業がまとまった形で情報開示を行うようになると、既に開示しているものをアンケート調査で回答することに反発も強まり、アンケート調査そのものが消滅または規模を縮小して行われるようになった。

ESG 情報提供者が、企業の公開情報のみに基づいて調査及び採点を行うスタイルを採用すると、企業からすれば、仮に活動があったとしても情報開示がなければ、高い評価を得られない（ゼロと評価される）ことになってしまう。逆にいえば、評価されやすい情報開示を

¹⁰ 環境省「平成 14 年度環境にやさしい企業行動調査」2003 によると、1996 年の発行社数は 96 社、97 年 169 社、98 年 187 社、99 年 201 社だった。

¹¹ 同上。

¹² FSB（金融安定理事会）リリース “Proposal for a disclosure task force on climate-related risks” 2015 年 11 月 9 日。出所：<https://www.fsb.org/wp-content/uploads/Disclosure-task-force-on-climate-related-risks.pdf>

行えば、効率よく得点できることも事実だった。欧米の大規模な ESG 情報提供者のなかには、日本株の評価担当者を上海などに置き、英語のみの開示情報を評価対象とすることもあったことから、日本語の開示を充実させても評価されにくいと悩む企業もいた。

さらに最近では、インターネット上に公開される情報がある程度標準化され、かつ大量になったことを背景に、人工知能（AI）技術を活用した情報収集や判断までを行う ESG 情報提供者も登場済である（第 2 章（4）も参照）。これにより、情報収集コストは大幅に下がり、調査対象とする企業数を増やすことが可能になる。ただし、AI による情報収集や判断の品質は、それに与えられる情報の質と量にも依存する。自動化と、人間による情報の取捨選択・評価をいかに組み合わせていくかが、現在の論点だと考えられる。

（2）法制度：自主的開示から義務的開示へ

広く開示される ESG 情報の質と量は、その企業が属する国や経済圏における情報開示の制度（枠組み）に左右される。

サステナビリティに関する法制度を広く見れば、環境規制や労働規制等、個別の法令に基づいて企業が政府・自治体に対して報告義務を負うものもある。報告に加え、結果を政府側が開示する制度の例には、日本では温室効果ガスに関する算定・報告・公表制度（地球温暖化対策の推進に関する法律に基づく制度）がある。対象となる企業が国に報告した温室効果ガスの排出状況に関する情報は、環境大臣・経済産業大臣によって集計され、国民に対して公表される。また、女性活躍推進法（女性の職業生活における活躍の推進に関する法律）に基づく一般事業主行動計画の場合には、企業には策定と公表までが義務付けられている。

こうした政策テーマ別の報告・開示は、企業規模等によって対象が決められる。一方、上場企業には、金融証券取引法による有価証券報告書や、東京証券取引所が制定主体であるコーポレートガバナンス・コードによる報告書の作成が義務付けられている（なおコーポレートガバナンス・コードは法律ではない）。こうした、投資家の利用を前提とした媒体における ESG 情報開示が進めば、ESG 情報提供者を含めた情報利用者は、均質で、比較可能な状態での情報の収集と把握を期待することができる。

法令や制度に基づかないけれども投資家コミュニティによって誕生、拡大した情報開示の枠組みもある。CDP（発足当時は Carbon Disclosure Project）がその典型である。投資家連合が主要な上場企業に対し、情報開示を求める書簡を送ることから始まった取り組みで、企業にとっては回答に協力し、そのコミュニティにおいて高く評価されることで、気候変動対策の先進企業としての評判を獲得することがインセンティブになった。

また、本稿では「投資家－企業」の関係において企業側を情報開示主体として論じているが、投資家側に課される開示義務もある。投資家が自らの運用ポートフォリオに関する情報を開示しなければならないとする規制が一例で、欧州のSFDR（Sustainable Finance Disclosure Regulation）がその代表例である。

2022年2月時点で、日本取引所がウェブサイト上で紹介する「ESG 情報開示枠組み」は、以下の4団体となっている¹³。

経済産業省	価値協創のための統合的開示・対話ガイダンス - ESG・非財務情報と無形資産投資 -
気候関連財務情報開示タスクフォース (TCFD)	TCFD 提言
国際会計基準財団 (IFRS)	IFRS サステナビリティ開示基準 傘下に SASB スタンドと国際統合報告フレームワークがある。
グローバル・レポーティング・イニシアティブ (GRI)	GRI スタンド

(3) ケーススタディ：ステークホルダー経営度調査

①基本方針

約20年間に国内外の市場が大きく変化するなかで、当センターでは一貫して「マルチステークホルダーを視野に入れた経営度」（以下では、「ステークホルダー経営度」という）を測るというスタンスで ESG 調査を実践してきた。軸となる考え方は、企業は、株主や顧客というステークホルダーに限らず、従業員、地域社会、サプライヤー、環境といったステークホルダーにも影響を及ぼす主体であり、そうした主体に対するマイナスの影響を最小にしつつ、プラスの影響を最大化すべきである、というものである。

また、ESG 情報は業種によって項目の差異が強く出るため、企業の属する業種ごとに最も優れた企業から順に評価していく、「ベストインクラス・アプローチ」という手法を取った。

なお、当センターは株式会社三井住友フィナンシャルグループに属する株式会社日本総合研究所の業務範囲内で業務を提供してきた。そのため、ステークホルダー経営度に着目し、ベストインクラス・アプローチを前提にすると同時に、調査対象企業の財務情報分析、有価証券等の価値の分析とは距離を置いた。当センターに ESG 調査を委託する顧客（運用機関等）において、財務情報分析や有価証券等の価値の分析を行うという役割分担が前提となった。

¹³ 日本取引所グループ。出所：

<https://www.jpx.co.jp/corporate/sustainability/esgknowledgehub/disclosure-framework/index.html>

②調査の視点

調査の視点は時期によって多少の変化があったが、2014～2020年にかけては、大きく次の3要素から、具体的な項目の設計を行った。

ポジティブ面の評価①	ESGに関する方針・取り組み・実績を評価する項目群
ポジティブ面の評価②	企業が製品・サービスあるいはオペレーションを通じて社会に与える好影響を推しはかるための項目群
ネガティブ面の評価	企業がステークホルダーに対して及ぼしたネガティブな影響（製品による事故、工場の火災、劣悪な労働環境など）を評価する項目群（週次で評価）

3つの要素を組み合わせ、毎年1回、一定数の国内上場企業に対して定期的に総合スコアを算出した。各要素の特徴は以下のとおりである。

【ポジティブ面の評価①】

企業が、ESGのそれぞれの面においてどのような経営方針を置き（Policy）、対策に取り組み（Practice）、実績を上げているのか（Performance）を積み上げて採点した。

ESGの3側面で、それぞれをさらに分解した項目を立て、必要に応じてさらに細目に枝分かれさせたうえで採点基準を置いた。全体を通じ、明文化された方針があるほど、取り組みの幅が広い・深いほど、実績の開示期間や開示範囲が一定以上であるほど、得点が高くなるに設計した。

したがって、調査対象企業が、特定分野の取り組みを一切止めたり、開示する情報を大幅に減らしたりすることでもない限り、得点は毎年増えていく傾向にあった。また、同一セクターのなかで、規模が大きく取り組みや開示を増やせる企業ほど得点が高くなりやすいという性格があった。

調査項目の改廃や採点基準の見直しは毎年行った。調査・採点に一定の連続性を保ちつつも、企業がステークホルダーに影響を及ぼす新たな課題が分かってきたり、国際的に重要な合意等がなされたり、企業のステークホルダー経営に影響を及ぼすような政策・制度が進んだりする場合には積極的に見直した。例えば、2011年に国連で「ビジネスと人権に関する指導原則」が策定されたことをきっかけに、人権デューデリジェンスの実施状況を調査項目に加えた。

あるいは、特定の項目について企業の取り組みが進展し、ある年には「先進的」だった取り組みが一般化していく場合には、採点基準を変化させた。こうしたことから、個々の企業の取り組み内容が変わらなくても、セクター内における相対的な位置づけが低下する事例もあった。

【ポジティブ面の評価②】

ポジティブ面の評価を①のみの項目で実施すると、同一セクター内で規模の大きい企業ほど得点を重ねやすくなる傾向があった。とりわけ、属する企業数の少ないセクターの場合、セクター内での相対的な競争も働きにくく、高く評価できる企業が固定化しやすかった。

また、本来、「ステークホルダー経営度」を測りたいという調査コンセプトからすると、企業がステークホルダーに与える様々な影響のなかでも、製品・サービスを通じた好影響について、①の調査細目間での重みづけ以上に評価できる方法を模索する必要があった。

そこで、ポジティブ面の評価②として、企業が製品・サービスあるいはオペレーションを通じてステークホルダー（社会全体）にどのような好影響を及ぼそうとしているかに絞った調査を行い、①の採点結果に大きく上乗せする加点方法を採用することとした。

加点にあたり重視したのは、まず、経営者による、製品・サービスを通じた社会への好影響の重視、それによる企業業績への貢献への意識・意欲である。製品・サービスよりも社内のオペレーション（労働環境の整備など）やサプライチェーンにおける取り組みを重視する経営者もあり、これも除外はしないようにした。

これをトップコミットメントと呼び、企業が公表している様々な媒体から、その意欲を点数化した。次に、具体的な製品・サービスまたはオペレーション上の取り組みによる環境や社会への好影響の度合い、斬新さ、影響の大きさなどに着目した。

環境負荷削減効果の高い製品は、トップのコミットメントがなくても市場に送り出される可能性があるが、そのようなケースは「土台がない」と判断することとし、トップコミットメントの有無と内容の優先度を高くした。

【ネガティブ面の評価】

毎週、企業不祥事に関する情報を収集し、1つ1つの事案に対する評価を付していった。評価の観点、企業に帰すべき責任と、ステークホルダーに与えた被害の深刻さ・大きさの2軸を基本とし、情報の確からしさ（確定しているかどうか）や事後対応の状況を加味して行った。関係当事者に具体的な被害を起しているとは言い切れない場合でも、企業のレピュテーションに悪影響を及ぼすような場合も評価対象とした。

社会に明るみに出る不祥事には、企業内における組織的な要因が、何らかのきっかけで顕在化するような、いわば「氷山の一角」としての事案、過去というよりも将来の組織のリスクを占うような事案、そして、組織というよりも個人の犯罪に帰すべき事案に分類できる。

個人の犯罪の場合は企業が被害者になることもあり、その場合は企業不祥事とはいえないものの、ある程度の規模の企業で頻発するような場合には、企業体質が懸念される旨も加味した。

こうして「事案ごとの評価」を蓄積しつつ、その深刻さや頻度に応じ、年間に1回を原則として「企業ごとの評価」を付した。企業としての評価が、ポジティブ面①②で得られた評価を1ランク下げるほどに重要かどうかを判断した。

4. ESG 投資と ESG 調査がもたらした変化

では、ESG 投資の進展と、並行して進んだ ESG 調査の拡大は、責任投資原則が当初目指したような「より広範な世界の目的」や、2015 年に採択された持続可能な開発目標 (SDGs) に貢献しているといえるだろうか。当センターでは、「世の中の資金の流れを変えることで、環境・社会的な課題が解決される」という仮説を立て、資金の流れを変えるために必要な情報に着目して活動してきたわけだが、その目的はここまで達成できたか、問うてみたい。

【世の中の資金の流れは変わったのか】

国内外の ESG 投資の規模に関する調査が示すように、資産運用市場における ESG 投資の割合は高まり、少なくともニッチな存在ではなくなった。

国内では、NPO 法人日本サステナブル投資フォーラムの調査では、2020 年 3 月末に 47 機関で残高 310 兆円、総運用資産残高に占める割合が 51.6% となり、2022 年 3 月末には 56 機関で残高 493 兆円、総運用資産残高に占める割合は 61.9% と成長を続けている。

世界では、2020 年時点で 35.3 兆ドルに達したが、運用資産に占める割合で見ると 35.9% である。最近では、欧州やオセアニアで定義が変更されたため経年変化を見る際には注意が必要であることを前提として、欧州では 2014 年に 2016 年に 58.8% まで高まったものの、2020 年には 41.6% に低下している。定義の変化も含めてその時点時点における市場の趨勢と捉えれば、主流化しそうなところやや停滞していると理解できる。

こうした運用資産に占める残高の変化から、ESG に配慮するという投資判断のプロセスが、資本市場で明確に意識され、多くの金融商品や運用手法に ESG のラベルが貼られるようになったことは確かである。資産運用の実務が変わったといってもよいのだろう。運用対象となる上場企業の行動変化をみても、例えば GPIF が採用した指数に選ばれるかどうかは、国内上場企業にとっては株式市場における立ち位置に影響することであり、経営者が ESG をまったく無視することは稀になった。投資家向け ESG 説明会を開催する上場企業が増えたことから、株式市場に変化があったことは確実である。

つまり「資金の流れ」のうち、ESG 投資という流量は増えた。しかし、お金の流れの入り口や出口が変わったのかというと、定かではない。ESG への取り組みが不十分だからといって株式を売られることがあるかということ、原油流出のような環境事故や、品質関連の情報の虚偽・隠ぺいなどの不祥事が発覚したときには、確かに株価下落が起こっている。ただし、ESG の考え方がなくても、事故や不祥事コスト高や売上減につながるような事象であれば株価下落要因として説明可能で、ESG 考慮の効果があったかどうかは分からない。

また、ESG に関する様々な指数や、ファンド単位での銘柄選別のプロセスについてみると、基本的な発想は「スコアのよいところから順番に組み入れる」ことになる。ファンドマネジャーにとっては、ESG のスコアが多少悪くても買いたい銘柄というカテゴリが確実に存在する。そうした判断の幅を許容するのであれば、厳格に「資金の流れ」が変わったとはいえないだろう。

投資判断や調査の実務から、こうした分かりにくさを改善しうるかという点、本来「よいところから選ぶ」というよりも、もともとの投資対象群のなかから「やめる先」を選ぶ方が、「流れを変える」という点では明快だろう。しかし、上述のように非 ESG 投資家も半数近くいることや、ESG 投資家によっても「よいところ」の順番は異なるため、株式市場全体からみると、結局誰かが買いに回るのであれば、投資家の顔ぶれが変わるだけで当該企業を市場から退出させることはできない。

さらに、ここまでは上場企業を対象とした資産運用を念頭にしてきたが、社会における資金の流れ全体のなかで、上場企業に対する株式投資はごく一部のものにすぎない。2022 年 3 月末時点での国内の部門別の資産をみると、金融機関から家計や企業に向けられた資産のうち最も多いのは銀行等による貸出の 884 兆円であるのに対し、企業の資金調達のうち上場企業株式は 657 兆円である¹⁴。銀行でも企業審査に ESG を織り込む取り組みは進んでいるものの、では 884 兆円のうちどれだけがラベルを張るほどに ESG 要素を考慮しているか、その包括的な調査は行われていない。

「資金の流れ」のうち、いわば「方角」を変えている可能性があるのは、グリーンボンドやソーシャルボンドなど、「資金用途を限定する」タイプの金融である。資金用途を限定することを公に約束して行われる金融というと、従来では、返済原資も同じ事業に限定するプロジェクトファイナンスの類に限られていた。しかし、グリーンボンド等の場合は、資金用途は限定しつつ返済（償還）原資を紐づけてはいないため、単独で資金調達するほどのキャッシュフローを確実に生み出せるとはいえないような資金需要であっても対応が可能となる。発行体自身の信用力があることが条件とはなるが、対象となる事業の環境や社会面での効果に説得力があれば、資金調達の手段が広がったといえる。

【ESG 投資や調査は、環境・社会的な課題の解決につながっているのか】

世界の環境・社会諸課題の現状はというと、2050 年に温室効果ガスの排出量をネットゼロにするという目標達成は非常に危うく、大気中の温室効果ガスの濃度が下がる気配を感じられない。貧困や飢餓についても、新型コロナウイルス感染症のまん延以降、感染症と紛争と気象災害のトリプルパンチに晒された国や地域を中心に指標が悪化し、過去約 20 年の進化を帳消しにしてしまっている。貧困や飢餓は、健康、教育、労働面にも及んでいくことから、2030 年の SDGs の達成はほぼ厳しいとみられている。

もちろん、世界規模でみても仕方がないという見方もできよう。ただ、ESG 投資が国際連合発で生み出された概念であることから、その成否は世界規模で評価されるべきであろう。世界規模でみた課題解決の観点では「未達」であるものの、本稿では、もう少し細かい成果を確認しておきたい。

まず、ESG 投資という考え方がなかったときに比べ、企業による ESG 情報の開示は飛躍

¹⁴ 日本銀行「部門別の金融資産・負債残高」2022 年 3 月末

的に増えた。情報量が増えると、それを研究対象とする研究者も増える。経営学の分野で研究が進むことは、「よい経営」とは何かといった価値観の形成につながる。例えば企業によっては、事業の規模（生産額など）を増やしても温室効果ガス排出量などの環境負荷を増やさないケースはありうるなど、「経済と環境」が両立するケースも明らかになっており、好例をみて追随する企業の出現可能性が増す。こうした蓄積は、資本主義とサステナビリティの両立のための基盤となり得る。

また、様々な製品のグローバルなサプライチェーン上で、とりわけ開発途上国における労働環境に関して、先進国の大企業が是正を求められ、改善取組みを進めるといった行動も珍しくなくなった。サプライチェーン上の労働環境配慮に影響力を及ぼすのは一義的には企業間の取引条件だが、ESG 投資の影響力がきっかけに発注者側の大企業の姿勢が変わる例もあり、間接的には労働環境の改善に貢献している「こともある」とはいえるだろう。

さらに、ESG 投資や調査へのニーズが高まることは、ESG 関連の新たな雇用の創出にもつながってきた。昨今、AI によって消滅する仕事は何かといった議論を耳にすることも多いが、時代の変化により生まれる仕事もあることを示す一つの例となっている。前章でみたように用いられる技術や情報開示状況の変化があり、産業のサプライチェーン全体をみる専門機関や、専門性の認証や育成などを担う主体など、ESG 投資を取り巻く関連産業が広がっているといえるだろう。

他方で、冒頭でみたように地球レベルで起こっている現実をみると、現状では、ESG 投資も焼け石に水なのかもしれない。国単位でみても、例えば日本におけるジェンダー不平等の解消の歩みは非常に遅いものである。ESG 投資のような何らかの外的要因が変化を牽引したというよりも、少しずつ進んだ女性の高学歴化により労働市場の構成が変わり、ゆっくりと自然体で改善しているにすぎないように見える。

ただ、まだ世界でみても 20 年弱、日本国内では 2015 年が「ESG 元年」といわれることからすると 10 年も経っていないなかでは、「世の中の資金の流れを変えることで、環境・社会的な課題を解決する」という試みに対して「失敗」という評価を行うべきではないだろう。本稿では「途上」とし、今後の課題として、さらに調査や評価の手法が進化させたり、金融市場の設計そのものを見直したりしていく必要があると考えていきたい。

5. サステナビリティに向けた企業評価に必要な要素

最後に、今後、SDGs やカーボンニュートラルなど、サステナビリティに貢献するためにどのような ESG 調査と企業評価が必要なのか、3つの視点を提案する。

1 点目が、インパクト測定を、企業の財務分析・評価に取り入れることである。現時点では、自社の何らかの活動に関するインパクト測定を実施していれば、その「取り組んでいる」という事実をもって、先進的な企業と見做されることが可能な段階にある。これに留まらず、実際に創出されたインパクトの純増分（ポジティブインパクトの量－ネガティブインパクトの量）を企業評価の中心に据えていく必要がある。

第3章で紹介したステークホルダー経営度調査では、ポジティブな評価として、「企業が製品・サービスあるいはオペレーションを通じて社会に与える好影響を推しはかるための項目群」を調査していた。この調査・評価ではポジティブインパクトの創出の確からしさを重視していたが、さらに発展させていくことが構想される。

2点目が、インパクト測定を前提としたときの相互比較可能な指標の決定である。企業評価というからには、企業間比較や企業内時系列での比較ができる指標が必要となる。サステナビリティ関連指標といえば、温室効果ガス排出量を想起しやすいが、金額単位に揃えるのか、t-CO₂のような非財務単位を併用するのかがまず論点になるだろう。金額単位に揃えることができれば結果は見やすくなるが、例えば意思決定層に占める女性の割合のように、金額換算を想像しにくい指標もある。そこで、当面は「併用」から始め、試行錯誤しながら「企業評価の単位」を改革していくことを提案する。なお、どのような指標ともってしても、それが100%真実の姿を現すことは、まずない。完成形ができてから始めるのではなく、様々な試行が行われるべきである。

3点目が、「減らすこと、止めること」の計算・評価の方法論開発である。これまでのESG調査は、個々の企業における環境負荷の削減等をチェックしつつも、資本主義経済のもと、量的な成長を暗黙の是として全体設計がされてきた。ESG調査に限らず、企業価値評価の手法でも、将来のキャッシュフローを元に現在価値を算定しようとする、何かを「減らす」価値の織り込みが非常に難しい。例えば化石燃料資産を除却して温室効果ガスを減らすことに対し、減らした分をクレジットと置換して、プラスのキャッシュフローと見做し計算することは、計算上可能であるが、「誰も買わないようなクレジットを評価できない」という意見がすぐに出てくる。これまでは、実際にキャッシュを生まない行動に対する意義付け、インセンティブ付けは、もっぱら政府セクターの役割、例えば課税による意思決定誘導の領域とみなされてきた。

その延長線上で政府セクターの役割を拡張すれば、私有財産である化石燃料設備を処分するコストも、一般廃棄物処理と同様に補助金で面倒を見てしまえばよい、という論法も一つの考え方になるだろう。しかし、地球上の自然や資源循環と人間の経済・社会との関係から広く考えると、「量的な成長を是としない」評価の手法開発に人智を投じ、民主的な合意のうえで後世に遺せないものかと考える。

以上