

今に至る ESG の流れを体系的にわかりやすく解説

# 最近ESG投資が注目される理由とは

最近、主要メディアでもESGという単語を目にすることが多くなった。しかしESGについて体系的に語られることは少なく、具体的な内容を訊かれると困る読者も多いのではないだろうか。本シリーズではESG要因の基本を、最新動向とともに解説。また本稿ではESGのEである環境について、投資家の視点を紹介する。 文・黒田一賢

## 高まるESG要因の重要性

最近、主要メディアでもESG投資という単語を目にすることが多くなった。ESG投資とは、財務要因のみならず、その背景にある非財務要因、または環境・社会・ガバナンス(ESG)要因を投資判断に組み入れる投資手法のことである。しかしこれ以上の説明がなされず、ESGが体系的に語られることは少ない。本シリーズではESG要因の基本を、最新動向とともに解説していきたい。

ESG要因として扱われる項目は表1のとおりである。端的に述べると環境は事業活動における自然環境の利用及び自然環境への排出、社会は企業を取り巻く様々なステークホルダー(利害関係者)、ガバナンスは環境・社会要因を含めた会社の意思決定を行う仕組みである。

次にESG要因に注目が集まった背景を説明したい。冒頭で取り上げたESG投資という単語が示す通り、投資家、特に運用機関や年金基金等機関投資家

にその価値が再評価されたためである。そこでここ数年の機関投資家の動向及びその背景となった時系列的な変化を概観しておきたい。

ESG投資は長らく社会的課題への関心が高い個人投資家が好む投資手法と位置付けられ、投資信託の一部でのみ行われていた。その状況に一石を投じたのは2010年2月に公表した日本労働組合総連合会(連合)による、ワーカーズキャピタル責任投資ガイドラインである。ワーカーズキャピタルを「労働者が拠出した、または労働者のために拠出された資金」と定義し、企業年金、公的年金、労働組合の独自資金を指すとしている。同ガイドラインはそのワーカーズキャピタルの投資判断においてESG要因を考慮するように提言した。ガイドライン公表により即座にワーカーズキャピタルでのESG投資の拡大が見られたわけではないが、機関投資家でもESG投資が重要であるとし、その主流化のきっかけを作ったという点で評価できる。

2014年には金融庁及び経済産業省がそれぞれESG投資推進につながる報告書を公表した。2月に金融庁は機関投資家の遵守すべき行動規範としてスチュワードシップ・コードを公表した。その指針3-3では投資先企業について把握すべき内容として「投資先企業のガバナンス、(中略)リスク(社会・環境問題に関連するリスクを含む)への対応など」を挙げており、財務要因だけでなく、ESG要因への考慮も明確に推奨された。同コードは2017年5月に改訂されたが、その指針では「投資先企業のガバナンス、(中略)事業におけるリスク・収益機会(社会・環境問題に関連するものを含む)及びそうしたリスク・収益機会への対応など」となっており、ESG要因を単なるリスクとしてだけでなく、収益機会とも捉え、より現代的な解釈となった。一方、2014年8月に経済産業省は伊藤レポートを公表し、企業にESG要因を含む中長期的な情報開示を充実させることを求めた。さらにその情報を基に投資家との対話・エンゲージメントも推奨しており、先述のスチュワードシップ・コードの指針に対応したものととなった。

2015年にはスチュワードシップ・コードを先行的に制定した欧州諸国の慣例に倣い、企業及びその意思決定に大き

表1 ESG要因の主な構成要素

要因	一般的な該当項目
環境 (E)	気候変動、大気汚染、水質汚濁、廃棄物、水使用、生物多様性
社会 (S)	顧客、地域社会、従業員、サプライヤー、下請、代理店
ガバナンス (G)	行動規範、取締役会、リスクマネジメント



な影響を及ぼす取締役会・監査役会の行動規範として、金融庁はコーポレートガバナンス・コードを施行した。ESG要因は5章構成の同コードの一つの章を占め、経営の主要基盤としてこれまでになく大きく取り上げられた。関連する基本原則では「会社の持続的成長と中長期的な企業価値の創出は、従業員、顧客、取引先、債権者、地域社会をはじめとする様々なステークホルダーによるリソースの提供や貢献の結果である」とし、これは先述のステュワードシップ・コード改訂での「収益機会」という文言追加に繋がっている。

この時系列的な変化に対応するように機関投資家はここ数年でESG投資を拡大させた。国内機関投資家のESG投資において最も影響力があるのは最大の公的年金である年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)の動向である。GPIFは国内だけではなく、世界でも最大の公的年金であるため、海外でもその動向が注目されている。GPIFは2014年5月にステュワードシップ・コードに署名したものの、この時点では明確にESG投資へ言及していなかった。しかし翌2015年に責任投資原則

(PRI)にも署名したことで、ESG投資を本格的に推進していく姿勢を明確にした。PRIとは2006年に提唱されたESG要因を投資の意思決定に組み込むための原則であり、2017年4月時点で世界1,700以上の機関投資家及び関連サービス提供会社が署名している。同原則は単に投資判断のみならず、議決権行使やエンゲージメント、情報開示においてもESG要因の反映等を求めている。局所的な対応ではなく、組織的なESG投資推進が必要となる。すなわちGPIFのPRI署名は運用機関、調査機関、議決権行使助言機関等ESG投資関連サービス提供機関、および投資先企業に大きな影響を及ぼしたといえる。2016年にはステュワードシップ活動の1つとして上場企業向けに運用機関及び企業の活動について年次アンケートを開始し、両者の活動を把握するようになった。また同年、企業・アセットオーナーフォーラムを開始し、GPIF及びそれ以外の国内アセットオーナーと国内主要企業の間での意見交換の場を設けた。これまで会合は2回行われたが、認識のすり合わせ、または最新動向の共有という点で互いに有益な場となっている

ように推察する。また同年にはグローバル・アセットオーナーフォーラムも開始した。同フォーラムは海外の主要公的年金基金との会合の場と説明されているが、ESG投資に関して後進のGPIFが先行しているアセットオーナーのベストプラクティスを学習し、アセットオーナーが共有する問題点について意見交換することで、GPIFのESG投資推進体制の早期確立に寄与するものと期待できる。

2017年の最大の話題はGPIFによるESG3指数を選定し、ESGのインデックス運用を開始したことであろう。ESG全般に関する2指数及び女性活躍に注目したテーマ型1指数に国内株全体の3%程度(1兆円程度)への投資を行なうというものである。今後環境に関するテーマ型指数への投資のほか、将来的には国内株投資におけるESG指数に基づくパッシブ運用をアクティブ運用同様、さらに拡大を検討するとしている。

このようにESG要因の重要性はますます注目されており、それは今後も継続すると予想される。またESG指数と直接関連する上場企業だけでなく、未上場企業でも状況は同様である。プライ

表2 環境影響マトリックス

分野	サプライチェーン	自社事業	製品・サービス
気候変動緩和			
気候変動適応			
大気汚染			
水質汚濁			
廃棄物			
水使用			
生物多様性			

ベートエクイティ・ファンドや銀行融資のデューデリジェンスに財務要因だけではなく、ESG要因が組み入れられるのは世界的なトレンドとなりつつあり、日本でも関連するサービス提供が徐々に増えている。よく分からないからという理由でESG要因を見過ごすのは得策ではない。

### 環境影響マトリックスの利用により環境マネジメントシステムの有効活用を

環境は本誌読者にとって最も馴染みの深い分野で、釈迦に説法となる可能性が高いが、投資家の視点を紹介したい。環境と一口にいても、様々な分野があり、事業により重要性が大きく異なる。そのため1) 自社にとっての重要性、2) 自社が取り組んでいる項目のそれぞれについて、表2のような環境影響マトリックスを作成してみると良いだろう。

最も左の列はいわゆる環境影響と言われたときに取り上げられる項目である。昨今最も注目を集めているのは気候変動である。気候変動緩和は省エネや再エネ等で温室効果ガス排出削減の取り組みである。一方気候変動適応は既にゲリラ豪雨や落雷の増加等気候変動が実際に起こっているとして、その被害を最小限にする取り組みである。事

業継続計画(BCP)で自然災害の一部として考慮している企業も多い。大気汚染・水質汚濁は公害問題として1970年代より議論されており、削減が望ましい。一方廃棄物と水処理については排出量もしくは使用量の削減とともに、リユース・リサイクルも考慮すべき項目である。最後の生物多様性は気候変動とともに最も注目を集めている環境影響である。外来種の持ち込みにより、元来存在した生態系が破壊されるということも含まれる。

一方それぞれの環境影響は発生するステージによっても分類する必要がある。最初に考えるべきなのは当然自社事業での影響である。しかし投資家の関心はそれにとどまらず、サプライチェーン及び製品・サービス提供での環境影響にも及んでいる。サプライチェーンについてはグリーン調達として慣行は一般的になりつつあるが、そこでの要求事項を指している。一方製品・サービスでの環境影響は本誌で多数紹介されている環境ソリューションである。それぞれの環境影響について何をなすべきか、現在何が出来ているかを投資家は知りたいと考えている。

環境影響マトリックスにおいて重要性を認識しつつも現在取り組みが進んでいない分野こそ対策が必要といえる。例え

ば気候変動適応の事例として建設現場での熱中症を考えてみよう。これは建設会社にとっては「自社事業」における「気候変動適応」の課題といえる。既に何か対策が講じていれば、その効果を検証すればよいが、そうでなければ対策を講じなければならない。一方、建設会社に気象情報や、具体的な対策ツールとして遮光ネット、大型扇風機やドライミストを提供する会社は同分野で「製品・サービス」における貢献といえる。一方同じ気候変動適応でも河川の決壊を含む水害の例では、河川近辺に製造拠点を持つ会社にとっては「自社事業」において留意すべきリスクであるが、河川整備需要の高まりは建設会社にとっては「製品・サービス」における貢献の機会といえる。

読者の中には既に自社で環境マネジメントシステムを展開しており、取り組みは十分だと考えている方もいらっしゃるかもしれない。しかし環境マネジメントシステムはあくまで環境影響を把握・管理するための仕組みであり、それ自体は環境影響把握の適切性、さらに環境影響の低減を保証するものではない点に注意が必要だ。仕組みが存在していても、その利用者が理想的な状態と現実の取り組みのギャップを認識し、具体的な対応策を把握していなければ、環境マネジメントシステムは「宝の持ち腐れ」となるのである。

今回は社会要因の中でも「顧客・地域社会」を取り上げる。 ●



黒田一賢氏(くろだかずたか)

青山学院大学経済学部卒業後、岡三証券㈱、EIRIS(英ESG調査機関)にて、それぞれ財務面、非財務面での企業調査に従事。現在はESGリサーチセンターにて株式運用のための非財務面での企業評価業務などに従事。運用機関向け調査会社の格付会社Extel及びNGOのSRI-CONNECTが主催する独立系調査機関所属非財務アナリストランキングIRRI 2012で世界4位、世界の主要機関投資家を購読者を持つ投資情報サイトResponsible Investorの定期コラムニスト。