

ESG

スピークアウト

新連載

日本総合研究所
創発戦略センター スペシャリスト
黒田 一賢

青山学院大経済学部を卒業後、岡三証券と英ESG調査機関EIRIS(現Vigeo EIRIS)で財務面、非財務面での企業調査を担当。現在は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している。日本サステナブル投資フォーラム運営委員。同大地球社会共生学部非常勤講師。英Extelと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。



日本のESG投資、5年ほどで急拡大 知識や知見にバラツキ、教育プログラム構築へ

ESG投資をめぐる 環境の変化

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。本連載では、ESG投資に関連する分野の最新動向を詳述するが、各論に入る前にその背景となった時系列的な変化と機関投資家のここ数年の動向を概観しておく。

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づけられ、投資信託の一部でのみ行われていた。そうした状況に一石を投じたのは、2010年2月に公表され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だ。同ガイドラインは機関投資家にとっても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。

2014年には、金融庁と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。金融庁は同年2月、機関投資家が遵守すべき行動規範を示した「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要因の考慮を明確に推奨している。

同コードは2017年5月に改訂された。改訂された指針では、「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」としており、ESG要因を単にリスクだけでなく、収益機会としても捉えており、より現代的な解釈になった。

一方、経済産業省は2014年8月、「伊藤レポート」を公表し、企業に対し、ESG要因を含む中長期的な情報の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対話(エンゲージメント)を行うことも推奨している。その内容は、金融庁のスチュワードシップ・コードの指針に対応したものとなっている。

表1 ESG投資をめぐる環境の変化

| 対投資家動向 | | 対企業動向 | |
|----------|---------------------------|---------|------------------------------------|
| 2010年2月 | 連合、ワーカーズキャピタル責任投資ガイドライン公表 | | |
| 2014年2月 | 金融庁、スチュワードシップ・コード公表 | 2014年1月 | グリーンbond原則公表 |
| | | 8月 | 経済産業省、伊藤レポート公表 |
| 2015年12月 | 連合、ワーカーズキャピタル責任投資ガイドライン改訂 | 2015年6月 | 金融庁、コーポレートガバナンス・コード施行 |
| | | 9月 | 国連総会で持続可能な開発目標(SDGs)採択 |
| 2017年5月 | 金融庁、日本版スチュワードシップ・コード改訂 | 2017年3月 | 経済産業省、CGS(コーポレート・ガバナンス・システム)レポート公表 |
| | | 3月 | 経営リーダー人材育成ガイドライン公表 |
| | | 5月 | 経済産業省、価値共創ガイダンス公表 |
| 2018年6月 | 金融庁、「金融行政とSDGs」公表 | 2018年6月 | 金融庁、コーポレートガバナンス・コード改訂 |
| | | 9月 | 経済産業省、CGSガイドライン改訂 |

出所：各種資料より日本総合研究所作成

2015年には、スチュワードシップ・コードを先行して制定した欧州諸国の慣例にならい、企業とその意思決定に大きな影響を及ぼす取締役会・監査役会の行動規範「コーポレートガバナンス・コード」を金融庁が策定した。ESG要因は5章構成の同コードの第二章を占め、経営の主要基盤としてこれまでに大きく取り上げられた。

同コードの基本原則では「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」としており、これはスチュワードシップ・コードの改訂で、「収益機会」という文言追加とつじつまを合わせる格好になっている。

コーポレートガバナンス・コードは2018年に改訂され、ESG要因がコード全体に波及するなど、ESG要因の重要性を改めて強調するものとなった。

ESG投資の拡大と リテラシー向上の必要性

こうした環境変化に対応するように、機関投資家はここ数年でESG投資を拡大させてきた。国内機関投資家のESG投資でもっとも影響力があるのは、公的年金の年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)と、国内最大の企業年金である企業年金連合会(PFA)の動向だろう。

特にGPIFは世界最大の公的年金であるため、海外からもその動向が注目されている。そのGPIFは2015年、責任投資原則(PRI)に署名し、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、機関投

表2 投資家の動向

| 年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF) | | 企業年金連合会(PFA) | |
|-----------------------|----------------------------------|--------------|---------------------------------|
| 2014年5月 | スチュワードシップ・コード署名 | 2014年5月 | スチュワードシップ・コード署名 |
| 2015年9月 | 責任投資原則(PRI)署名 | | |
| 2016年4月 | 上場企業向けアンケート開始 | 2016年3月 | 集团的エンゲージメント活動について英ハーミースEOSに委託開始 |
| 9月 | 企業・アセットオーナーフォーラム開始 | 5月 | PRI署名 |
| 11月 | グローバル・アセットオーナーフォーラム開始 | | |
| 2017年7月 | ESG指数を公表 (総合型2指数、テーマ型<社会>1指数) | 2017年3月 | スチュワードシップ検討会報告書公表 |
| | | 7月 | 企業年金フォーラム開始 |
| | | 10月 | 機関投資家協働対話フォーラムに参加 |
| 2018年9月 | ESG指数を公表 (テーマ型<環境>2指数) | 2018年5月 | 受託者責任ハンドブック改訂 |
| | | 5月 | スチュワードシップ活動専用ページ開設 |

出所：各種資料より日本総合研究所作成

資家などが投資の意思決定を行う際、投資先のESGへの取り組みを考慮・反映すべきであるという原則のことである。2006年、当時のアナン国連事務総長が提唱し、2019年3月時点で、世界の2300以上の機関投資家や関連サービス提供会社が署名している。

PRI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要因を考慮・反映することを求めており、局所的な対応ではなく、組織的なESG投資推進を求めている。したがってGPIFのPRI署名は、運用機関、調査機関、議決権行使助言機関など、ESG投資関連サービス提供機関や、投資先企業に大きな影響を及ぼした。

GPIFは2016年以降、スチュワードシップ活動の一環で、上場企業向けに運用機関と企業の活動について年次アンケートを実施したり、企業からの意見集約の場である「企業・アセットオーナーフォーラム」を開催したりするようになり、運用機関と企業両者の活動を把握するようになった。

また同年には、海外のアセットオーナーとの意見交換の場である「グローバル・アセットオーナーフォーラム」も開始し、GPIFのESG投資推進体制の整備に着手した。その結果、2017年には、ESG全般を考慮に入れた2つの指数と、女性の活躍に注目したテーマ型1指数を、2018年には気候変動に注目したテーマ型2指数を採用し、それぞれ運用を開始した。

先行する欧米ではESG投資が1980年代から徐々に成熟してきたのに対し、日本のESG投資はわずか5年程度で急激に拡大している。その結果、ESG投資の存在が広く認識されるようになったものの、投資を行う機関投資家と投資対象となる企業の双方で知識や知見のバラツキが表面化するようになった。

こうした状況を是正するため、環境省は今年3月、ESG金融リテラシー向上に向けた意見交換会を開催し、ESG金融に関する知識、知見を向上させるための教育プログラムの構築に向けて検討を開始した。E