

Special Report

英国の戦略性に学べ

政策と一体でESG投資拡大

ESG投資でも大きな存在感を示す金融大国、英国。
約20年間にわたり戦略的な環境整備を行った結果だ。

黒田 一賢 / 株式会社 日本総合研究所 スペシャリスト

世界的にESG投資の拡大が継続している。ESG投資の国際的な連合体である世界持続可能投資連合(GSIA)によると、ESG投資は2014年の18.3兆ドル(約2000兆円)から16年には22.9兆ドル(約2500兆円)に増加し、さらなる拡大が見込まれている。

日本でもESG投資への注目が高まっている。環境・社会課題の解決と経済成長の両立を促進するためにESG投資の拡大は欠かせないと考えられているからだ。特に世界最大の公的年金基金である年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)が、ESG投資を推進する業界団体であ

る責任投資原則(PRI)に署名して以来、ESG投資の拡大が続いている。

日本サステナブル投資フォーラム(JSIF)は、国内機関投資家による2017年のESG投資残高が136兆円であると推計している。15年の27兆円から急増しているものの、17年末の家計金融資産1880兆円と比べると10%にも満たず、いまだ高水準とは言い難い。しかも、GPIFを含めESG投資に関心のある主だった事業者は既にESG投資を実行しているため、現状の延長線上の普及策だけでは、今後大きな拡大は期待できない。

ESG投資が拡大を継続するためには、一部の先進的な投資家が実施するだけでなく、いかに金融業全体に浸透させるかを考慮しなければならない。

英国の大きな存在感

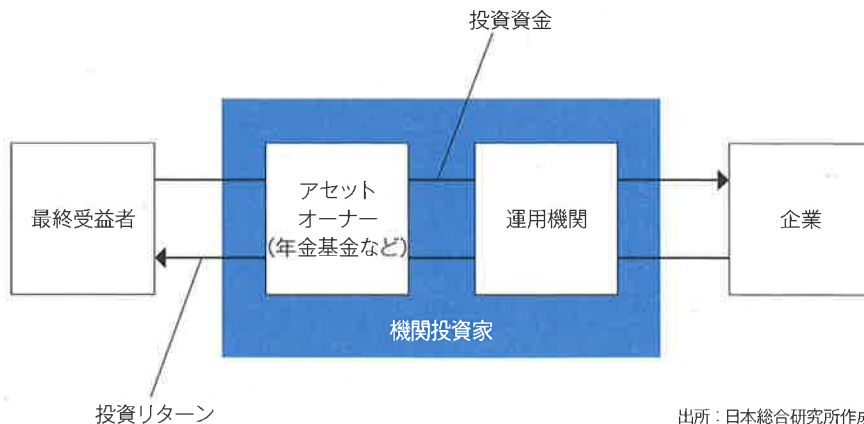
ESGを特別視することなく、金融業の中で戦略的に位置付け、業界全体に普及させている国が英国である。英国のESG投資残高は15年時点で約1.6兆ポンド(約232兆円)に上り、家計金融資産の約27%を占め

■ グローバル金融センターインデックスでの評価項目

| 分野 | 項目 |
|---------|--|
| ビジネス環境 | <ul style="list-style-type: none"> ・ 政治的安定性および法規範 ・ 機関的および規制的環境 ・ マクロ経済環境 ・ 税およびコストの優位性 |
| 人的資本 | <ul style="list-style-type: none"> ・ 優秀な人材の利用可能性 ・ 柔軟な労働市場 ・ 教育および人材開発 ・ 生活の質 |
| インフラ | <ul style="list-style-type: none"> ・ 建築物としてのインフラ ・ 情報・通信 (ICT) インフラ ・ 交通インフラ ・ 持続的な開発 |
| 金融業界の発展 | <ul style="list-style-type: none"> ・ 業界クラスターの深さおよび広さ ・ 資本の利用可能性 ・ 市場の流動性 ・ 経済生産 |
| 評判 | <ul style="list-style-type: none"> ・ 都市のブランドおよび知名度 ・ イノベーションの水準 ・ 魅力および文化的な多様性 ・ 他の金融センターに対する相対的なポジション |

出所：Z/Yen ウェブサイトより日本総合研究所作成

最終受益者と企業はインベストメントチェーンでつながる



ている。また18年6月時点で約300の機関・団体がPRIに加盟している。

大きな存在感を示す英国の金融機関を紹介すると、例えば保険会社傘下の運用機関、アビバ・インベスターズがある。2000年代後半の国際金融危機でESG調査チームが次々と解散するなか、あえてステイブ・ウェイグッド氏をチーフ・レスポンシブル・インベストメント・オフィサーに選出し、ESG投資の強化を打ち出した。気候変動などESG各テーマに対するポジションペーパーを積極的に発行するだけでなく、ウェイグッド氏は日本でも浸透してきているTCFD（気候関連財務情報開示タスクフォース）の諮問委員会委員も務めるなど、世界的なイニシアチブに対して影響を与えている。

アバディーン・スタンダード・インベストメンツは、ESG投資担当の取締役にアリソン・ケネディ氏を擁し、コーポレートガバナンスに関するエンゲージメント活動を展開している。世界的なイニシアチブである国際コーポレート・ガバナンス・ネットワーク（ICGN）に積極的に関与

するだけでなく、2017年には米国の年金基金カルパースや英リーガル・アンド・ジェネラルらと、社外取締役比率3分の1以上を求めて日本企業に対して集団エンゲージメントを仕掛けたことで知られる。

英国のシンクタンクのZ/Yenは金融センターの競争力を示すグローバル金融センターインデックスを07年以来、半年ごとに公表している。それによると、ロンドンはいずれまでの23回のインデックス公表で首位を維持している。同インデックスは(1) ビジネス環境、(2) 人的資本、(3) インフラ、(4) 金融業界の発展、(5) 評判——の5つの大項目で指標を算出(左の表)。

その中でインフラの小項目としてESGと縁の深い「持続的な開発」がある。(3)のインフラだけのランキングでもロンドンが首位となっており、ロンドンがESG投資でも評価されていることがうかがえる。

16年6月の国民投票で英国の欧州連合(EU)離脱が決定した後も、ロンドンの位置付けは大きく変わっていない。今後も金融業と一体となっ

てESG投資は拡大していくことが期待される。

PRIだけでなく、CDPや国際コーポレートガバナンス・ネットワーク(ICGN)などESG投資業界の名だたるNGOがロンドンに本拠地を置いていることも、ESG投資の中心としてのロンドンの存在感を象徴している。

歴史に根差した金融戦略

こうした英国への評価の背景として重要なのは、英国の歴史的な背景に根付いた金融商品開発の一環としてESG投資が普及しているということである。英国を金融大国たらしめたのは、現在では当たり前のように存在する様々な金融商品を発明し、その発展を支えてきたからに他ならない。

株式、生命保険、損害保険、投資信託——これらの発展にはすべて英国が大きく寄与している。株式投資は株式会社の設立から始まった。世界最初の株式会社は欧州各国がアジアとの香辛料貿易を目的に設立した東インド会社であり、英国の東イ

ンド会社は1600年に設立された。

損害保険の起源の象徴的存在であるロイズ・オブ・ロンドン、は、ほぼ同時期の1688年に英国で成立した保険組合である。ブローカー（保険契約仲介業者）とアンダーライター（保険契約引受業者）を会員とする自治組織であり、海上保険や火災保険など現存する損害保険を取り扱う業者が集まっていた。

一方、生命保険の起源はナポレオン戦争末期の1815年にエジンバラで設立されたスコティッシュ・ウィドウズであり、未亡人を含む女性のための基金である。現在も英国のメガバンクであるロイズ・バンキング・グループの傘下で存在している（ロイズ・バンキング・グループとロイズ・オブ・ロンドンは名称が似ているものの別組織である）。

このように様々な金融商品を発明してきた英国は、ESG投資も戦略的に商品化してきた。環境・社会面（ES）に関しては1920年代の教会の資産運用においてアルコール、たばこ、ギャンブルなどに関連する銘柄への投資を控えるネガティブ・スクリーニングが主な起源とされている。これが時代を経て、より社会性

の高いテーマへの投資行動になっていった。特に第2次世界大戦後は軍需産業や人種差別を容認する国で操業する企業などへの批判が高まり、不買運動のようなキャンペーンの他、議決権行使や株式の売却を伴う反対活動も行われるようになった。

また日本でもそうであったように、企業活動による公害などの環境事故が世界各地で問題となってきた。このような環境・社会的な関心の高まりを背景に80年代頃からは企業のESに関する取り組みを評価し、好評価の企業に投資するESG投資が産業として確立した。当初はいわゆる個人向けの投資信託、機関投資家では協会や大学の資産運用部門が主なESG投資家だった。

年金法改正など一挙で

金融商品としてのESG投資は90年代末頃から本格化し、英国は様々な戦略を打ち出してきた。その端緒は2000年から施行された改正年金法である。同改正により年金基金は投資において環境・社会・倫理面を配慮した方針、およびその実績の公表を義務付けられた。法律が直接ESG投資を義務付けたわけではな

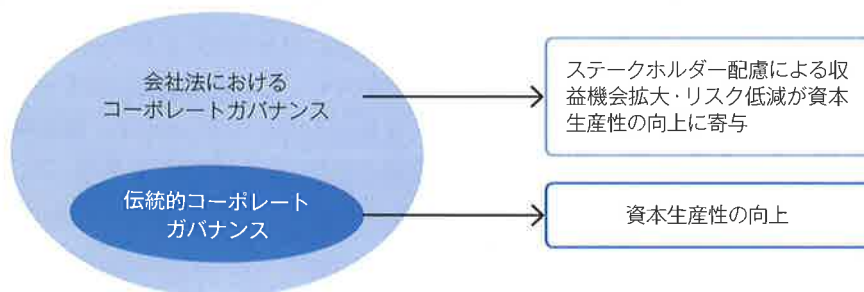
い。だが、年金基金の最終受益者や一般市民が環境などへの投資方針の有無を確認でき、該当する方針がない場合に企業が説明が求められる可能性があることに意味がある。企業は対応を迫られるからだ。この法改正がESG投資の拡大を後押しすることになった。

改正年金法は、ESG投資の拡大を支えるPRIの運営主体が本拠地をロンドンに置いたことにも影響を与えたと考えられる。2006年のPRIの設立自体はニューヨーク証券取引所で宣言されたものの、運営主体はロンドンに置かれた。PRIは国連環境計画金融イニシアティブ（UNEP FI）や国連グローバル・コンパクトにより支援は受けているものの、それらの一部ではなく、いかなる政府にも属しないと明言している。その上でロンドンを本拠地を選んだ背景には、年金法改正により、多くの先進的なESG投資家が立地していたことと無関係ではないだろう。

PRIがロンドンに本拠地を置いたことで、英国の機関投資家は世界の機関投資家のベストプラクティスを効率的に吸収し、自らの取り組みを効率的に発信できるようになった。英国がESG投資先進国として確固たる地位を築くための起爆剤となったのである。また、結果として一部の投資家にものみ普及していたESG投資を一般化させることに成功した。設立当初は約10だった署名機関が現在は約300まで増えている。

一方、ESGのもう1つの要素であるコーポレートガバナンス（G）は、東インド会社の時代から意識されてきた金融の理念で、出資者たる株主

■ 伝統的なコーポレートガバナンスに社会・環境面の配慮を糾合



出所：日本総合研究所作成

の利害と会社の利害を一致させることを基本としている。企業の経営陣は出資者である株主の代理として資本生産性の向上、企業収益の最大化に努力しなければならないとされてきた。株主の視点からは自らが拠出した資金を効率的に投資し、株価上昇や配当増額などに積極的な企業が魅力的に映る。

コーポレートガバナンスの考え方は通常の投資と同様にESG投資でも踏襲されたが、2000年代中頃まではESを別途考慮することが主流であった。しかし、伝統的なコーポレートガバナンスは、環境・社会面をその一部として糾合することでさらに強化されるようになった。

これには2つの背景がある。第1に、ステークホルダーへの配慮は収益機会の獲得、リスクマネジメントに有益な示唆をもたらす、ということである。従来からの株主への利益還元を前提としても、それ以外のステークホルダーを無視した経営では、持続可能性は担保できないことを意味している。

第2に、主要な株主が個人投資家から年金基金や運用機関といった機関投資家に移行してきたことで、機関投資家の最終受益者が結果的に企業のステークホルダーにもなり得る、という観点が必要になってきたことである。

すなわち株主とその他のステークホルダーを明確に分けることは困難で、直接の株主が年金基金や運用機関であっても、その背後にいて投資リターンを受け取る最終受益者は企業が配慮すべきステークホルダーと同一である可能性があるということ

■ ESG情報開示を促す2006年会社法172条

会社の成功を促進する義務

- (1) 取締役は、全体としての株主の利益のために会社の成功を最も促進すると考える方法で行動しなければならない。その際、以下を考慮しなければならない。
 - (a) 長期的視点から起こりそうな帰結
 - (b) 会社の従業員の利害
 - (c) 供給業者、顧客、その他のステークホルダーとの関係性を発展させる必要性
 - (d) 事業が地域社会・環境に及ぼす影響
 - (e) 倫理的に高水準の行動を取ることによるレピュテーションの維持
 - (f) 株主の公平な取り扱い
- (2)(3) 省略

出所：英国2006年会社法から日本総合研究所作成

だ。このようなコーポレートガバナンスの強化は、「ESG投資は特定投資家によるもの」という意識を払拭することとなった。

PRIのロンドンオフィス開設と合わせるように、英国は06年に会社法を改正した。第172条では、取締役には会社の成功を促進する義務があり、戦略報告書を示す必要があると規定している。その際、従業員の利益、供給業者や顧客との関係、地域社会・環境への影響、事業における高評価の維持を考慮しなければならないとしている。

英財務報告評議会(FRC)は14年6月、2006年会社法の記述をベースにして、戦略報告書作成のガイダンスを発行した。その主要構成要素として、「戦略マネジメント」「ビジネス環境」「業績」の3つを挙げている。このうちビジネス環境では、環境、従業員、社会、地域社会、人権に関する事項、業績の中で従業員のジェンダーの多様性を明示するように推奨している。さらに、18年7月に公

表された改訂版では、172条関連のガイダンスが新たに章立てされ精緻化された。

同月、FRCが公表したコーポレートガバナンス・コード改訂版でも、2006年会社法172条の記述を取締役が理解すること、従業員との適切なコミュニケーションを図ることという論点が盛り込まれている。

日本独自の戦略構築を

このように英国ではESG要因を考慮することは投資家・企業双方にとって当然のこととして認識されるようになってきている。それは400年前の株式会社設立に始まり、様々な金融商品の開発を経て、最近約20年で戦略的な環境整備を行った結果であるという理解が重要である。

日本でもESG投資を一層盛り上げていくためには、英国の継続的な取り組みに学び、日本の連綿として築いてきた価値観の上にもどのような持続的戦略を構築するかという論点が必要になる。