

わが国のESG投資の現状



日興リサーチセンター 社会システム研究所 ESG投資調査室長

中嶋 幹

1. はじめに

本年4月、日興リサーチセンター（以下、当社）は、内閣府委嘱調査「平成27年度資本市場における女性活躍状況の見える化と女性活躍情報を中心とした非財務情報の投資における活用状況に関する調査」報告書をまとめ、公表した^{（注1）}。同報告書は、企業における女性の活躍に関する情報を中心とした非財務情報が投資プロセスにおいてどのように活用されているかを明らかにしたものである。こ

〈目 次〉

1. はじめに
2. ESG投資の歴史
3. ESG投資の分類
4. ESG投資手法
5. ESG投資の現状
6. おわりに

の非財務情報とは、環境（E）、社会（S）、ガバナンス（G）における様々な要素を指すものであり、ESG（Environmental, Social, and Governance）情報と呼ばれる。このESG情報を考慮する投資を、ESG投資と呼ぶ。

近年、企業によるESGの取り組みは、企業の長期的な価値創造に寄与すると考えられることから、長期的な投資リターンの向上を目指す機関投資家を中心に注目を集めている。そこで本稿では、報告書を構成するESG投資のセクションのうち、ESG投資の歴史、ESG投資の分類、ESG投資手法、わが国におけるESG投資の現状を中心に紹介する。

2. ESG投資の歴史

ESG投資の歴史は、1900年代にまで遡ることができる。ESG投資の嚆矢となった宗教上の倫理投資や社会運動が中心であった1900～1980年代をプレ社会的責任の時代とすれば、

1990～2000年代は、機関投資家が本格的に参入し始めたことから、社会的責任の時代と位置付けられる。2000年以降は、ESG要因が企業価値評価に考慮されるようになり、投資パフォーマンスに影響を及ぼすとの認識が広がったことから、RI（責任投資）の時代と呼ぶことができる。

(1) プレ社会的責任投資時代

1900年代初期の米国では、キリスト教の教会などが宗教上の理由からタバコ、アルコール、ギャンブルといった産業を投資対象から外すことが行われていた。1960年代に公民権運動が盛んになると、社会目的に沿った投資や株主提案などが社会運動の一環として利用されるようになる。1970年代から80年代にかけて米国で盛んになった南アフリカに対する不投資運動は、南アフリカのアパルトヘイトの終焉に結びついたとされ、投資を手段として利用した社会運動のひとつの成功体験となっている。現在でも、米国ではスーダンやイランに関わるビジネスに対する不投資運動が大学などで盛んであり、これらの国への不投資法案が州議会で決議されている州もある。また、英国においても、宗教団体の教義に基づく投資から、1960年代には金融モラルを求める運動が発展し、慈善団体や教育機関、個人へと広がっていった。

(2) 社会的責任投資の時代：機関投資家の参入

1990年になり、英国人のジョン・エルキントンが「トリプルボトムライン」を提唱、企業の社会的責任（CSR）という考え方が広まった。それに伴い、企業のCSR評価に基づいて投資を行う社会的責任投資（SRI）を実践する年金基金などの機関投資家が現れてきた。しかし、元々行われていた問題のある特定銘柄やセクターへの投資を忌避する投資手法、いわゆるネガティブ・スクリーニングは、理論上投資ユニバースを狭めることになり、パフォーマンス上不利になる恐れがあった。この時代は、年金基金がSRIに取り組むときに、社会的な目的のため投資パフォーマンスを犠牲にすることが年金基金の受託者責任違反にあたるのではないかという議論があったため、社会的な目的と投資リターン追求のバランスを取ることが必要であった。そこで、「悪い」企業を排除するのではなく、CSRに優れた企業を選んで投資することにより、社会的にも良く、株式リターンも期待できるポジティブ・スクリーニングという投資手法が考案された。この投資手法は、ベストインクラスとも呼ばれ、各業種内で比較的CSR評価が高い企業をポートフォリオに組み入れるため、すべての業種に投資することが可能であり、技術的にも年金基金などベンチマーク運用を行う機関投資家に受け入れられやすかった。

年金の受託者責任違反に関する問題については、米国では企業年金の受託者責任とSRI

の整合性について、SRI運用機関であるカルバート社が「パフォーマンス的に他の戦略と伍するならば」という条件付きで年金基金のSRIへの投資に問題がないという米国労働省見解を引き出すことに成功した。また、英国では2000年の年金法改正のときに、「投資プロセスにおいて非財務要因、例えば倫理、社会、環境といった課題に対するアプローチについて開示を要求」したことから、年金基金のSRIへの取り組みについて間接的な承認を与えたと理解された。こうして、機関投資家がESG投資に取り組む環境が整ってきた。

(3) RI（責任投資）の時代：企業価値への影響

グローバリゼーションが進むにつれ、国際社会においてグローバル企業や金融機関の影響力が意識されるようになってきた。グローバル企業は国連グローバルコンパクトに署名し、金融機関は、国際的な金融機関間の環境に関する円卓会議である国連環境計画・金融イニシアティブを立ち上げた。機関投資家についても、国連のアナン事務総長（当時）の呼び掛けにより、2006年に国際共同イニシアティブとして国連責任投資原則（PRI）がニューヨーク証券取引所にて公表された。このPRIにおいて、初めてESGという言葉が使われた。環境、社会、コーポレート・ガバナンスという一見脈絡のないように思われる3つのキーワードは、それまでの倫理投資やSRI、その他既に様々な投資家が実践していたもの

を集約した造語である。これらは、非財務要因であるが投資パフォーマンスに影響を及ぼすとの認識に立ち責任投資を実践すべきとされた。つまり、ESG要因は「企業価値に影響を与える」ため、投資判断の際考慮しておく必要があるとされたのである。そのため、社会的な目的は必須ではなくなり、SRIのSの部分がなくして、単に責任投資となった。従って、責任投資は投資パフォーマンス追求のためにESG要因を考慮していく投資である。

また、PRI公表に先立ち、これまで資産運用業界には根強くあった受託者責任問題を解決するために、PRI策定の際、イギリスに本拠地を置く、国際的な法律事務所であるフレッシュフィールドズ・ブルックハウス・デリング法律事務所が、受託者責任とESG投資についての法律見解をまとめた。その中で「ESG要因と財務パフォーマンスに関係があることが認識されているならば、ESG要因を投資分析においても組み入れるのが筋」とした上で、ESG要因の考慮は受託者責任を果たすためにも必要として、受託者責任問題がないことを宣言した。

一方、世界経済の中でもESG要因に関する地球レベルのマクロテーマが強く意識されるようになり、投資に結び付けて考えられるようになってきた。例えば、温暖化排出ガスの問題が世界的に認識されるにつれて、クリーン・テクノロジーや再生可能エネルギーなど環境テーマに着目するサステナビリティ・テーマ投資が注目されるようになった。また、

コーポレート・ガバナンスにおいても、巨額の不正事件や金融危機、原油流出事故など、グローバル企業の影響力の大きさが注目され、企業の暴走を食い止める必要性が一層認識されるようになった。OECDコーポレート・ガバナンス原則や英国をはじめとする欧米諸国でコーポレートガバナンス・コードが策定され、機関投資家も投資判断において企業のコーポレート・ガバナンスを重視するようになるなかで、機関投資家は自身が、現代の大株主としてコーポレート・ガバナンスにおける企業経営に対する株主モニタリングを期待されるようになったのである。

■ 3. ESG投資の分類

前節で概観したように、ESG投資は、投資家の動機によって、倫理投資、社会的責任投資／インパクト投資、ESG投資（責任投資）の3つに分類することができる。

(1) 倫理投資

米国において最初のESG投資による公募投信の創設者は、人々が自らの価値観を反映させた投資を実践できるようにしたいと考えた。宗教関係の団体や大学基金（エンダウメント）、慈善財団、そして個人投資家の中には、こうした自らの価値観を投資方針に反映させる投資家が存在する。例えば、アルコール、タバコ、ギャンブルなどいわゆる宗教上の罪悪に関連する企業には投資しない、平和主義

から武器を製造する企業には投資しない、動物愛護の観点から動物実験を行う企業には投資しないなどの投資方針を持っている。このような投資を倫理投資と呼ぶ。ESG投資は、こういった倫理投資からスタートした。現在においても一定の割合で、自らの価値観に照らした投資制約や投資条件を持つ投資家が存在し、ESG投資家の一部を占めている。

(2) 社会的責任投資とインパクト投資

社会的責任投資は、投資を通じて社会問題の解決を目指す。企業の社会的責任が認識されるようになると、社会的責任を果たす企業に投資し、反社会的な企業には投資しないことで、投資によって社会問題の解決を考える投資家が現れた。彼らは、より良い社会に貢献する企業に投資し、社会問題を悪化させる企業には投資しない。他の投資家が同様に選別を進めていけば、CSRに優れた企業が多く資金を集め繁栄し、悪い企業は資金を引き上げられ淘汰されていくことになるため、社会的責任投資家は長期的には投資パフォーマンスも報われるとの考えに基づいている。

グローバリゼーションの時代、企業の活動がグローバル化しその影響も地球規模となり、気候変動や水資源などの環境問題、貧困・格差問題や人権問題など国際社会が共有する課題も、SRIの対象となる。さらに、近年、課題解決と投資のパフォーマンスを結び付けて考える投資も登場した。投資によって社会へ貢献するとともに、投資自体のリターンも

(図表1) ESG投資のアプローチ

アプローチ	内容
ネガティブ・スクリーニング	特定の業種（タバコ産業など）、ある特定のテーマ（動物実験など）に関連する企業群、あるいは個別企業を投資対象から除外する。
国際規範によるスクリーニング	ネガティブ・スクリーニングと同様に、国際的な規範（国連グローバルコンパクト10原則、OECD多国籍企業行動指針など）に違反した企業を投資対象から除外する。
ポジティブ・スクリーニング／ベストインクラス	ESGにおいて評価が高い業種や企業を選んで投資する。例えば各業種内の企業にESG基準でスコアを付与し、スコアの高い企業だけで（上位50%など）ポートフォリオを構築する。ESG基準のスコアと財務基準のスコアを組み合わせることもみられる。
ESGインテグレーション	投資プロセスにESG要素を組み入れて投資判断（銘柄を選択）をする。国連責任投資原則（PRI）の第1原則に謳われている。運用機関は、ESGに関するリスクと投資機会を分析し、その結果を伝統的な財務分析や定量分析による投資判断に、体系的に組み入れている。
サステナビリティ・テーマ投資	ESGの特定のテーマ（気候変動、エネルギー効率性、森林、水資源など）を投資アイデアとする。テーマは様々であり、投資家の動機も様々である。特定のテーマからサステナブルな企業を発掘するという考え方や、外部環境の大きな変化を経験する業種にイノベーションが起きることから投資機会があるという考え方などがある。
インパクト投資	社会問題や環境問題の解決を目的とした投資。社会問題では、低所得者向けの住宅、医療、金融、教育などの供給を目的とした投資でマイクロファイナンスやコミュニティ開発金融など。環境関連では、再生可能エネルギー供給や上下水道、持続可能な農業などへの投資がある。
エンゲージメント／株主行動	株主行動にESGの課題を組み入れる。ESGの課題について議決権行使や株主提案、エンゲージメント（対話）を通じて企業に働きかける。

(出所) 日興リサーチセンター

追求するもので、インパクト投資と呼ばれている。このようにSRIやインパクト投資のESG投資家は、投資リターンも追及しながら、社会的なメリットも同時に社会に還元しようと考えている。

(3) ESG投資（責任投資）

年金基金など機関投資家は、受託者責任を負っており、もっぱら投資パフォーマンスを追求することを求められている投資家であるが、こういった受託者責任のある投資家においても、投資判断にESG要因を考慮しておく必要があると考える投資家が増えている。例えば株式投資であれば、気候変動問題に関わる環境規制やサプライチェーンを展開する途上国での人権問題などのESG要因は、個々の企業にとっても外部環境の変化を通じてそのビジネスに影響を及ぼすと考えられる。従っ

て、とりわけ長期的な投資パフォーマンスを吟味するときには企業の財務要因の分析に加えてESG要因の分析が欠かせないのである。ESG要因のマテリアリティとは、長期的に企業価値に関係することを意味する。特に年金基金など機関投資家は、マテリアリティのあるESG要因を無視するようでは、もはや投資パフォーマンスを最大化できず、受託者責任を果たせないと考えられている。こういったESG要因の考慮を投資プロセスに組み入れている投資は、ESG投資あるいは責任投資と呼ばれている。

4. ESG投資手法

ESG投資手法はさまざまなため、ここでは Global Sustainability Investment Alliance（以下、GSIA）^(注2) の集計方法に

(図表 2) ESG投資のアプローチ別資産残高 (世界全体)

	2012年	2014年	(10億ドル) 伸び率
ネガティブ・スクリーニング	8,280	14,390	74%
国際規範によるスクリーニング	3,038	5,534	82%
ポジティブ・スクリーニング／ベストインクラス	999	992	-1%
ESGインテグレーション	5,935	12,854	117%
サステナビリティ・テーマ投資	70	166	137%
インパクト投資	86	109	27%
エンゲージメント／株主行動	4,589	7,045	54%

(出所) GSIA, “2014 Global Sustainable Investment Review”

従って紹介する (図表 1)。

倫理投資や社会的責任投資では、投資基準に照らして不適切と思われるセクターや個別企業を投資対象から除外するネガティブ・スクリーニングや国際規範^(注3)によるスクリーニングが中心に行われているが、逆にESGの観点から優れた企業に積極的に投資するポジティブ・スクリーニングの戦略も行われている。また、インパクト投資は倫理投資や社会的責任投資の投資家を中心であるが、公的年金基金なども取り組んでいるところがある。一方、ESG投資 (責任投資) では、運用機関による伝統的な財務や定量分析による投資プロセスにESGを組み入れていくESGインテグレーションが中心に行われている。サステナビリティ・テーマ投資は、価値観に基づく動機の場合と、より高い投資リターンを期待する場合の両方がある。最後に、株式投資においては、株主としての行動にESGを組み入れることができる。ESGに関連した議決権行使方針を策定したり、株主提案やエンゲージメントの際にESGの課題について企業に働きかけることが考えられるが、これは他の

アプローチと併用することができる。

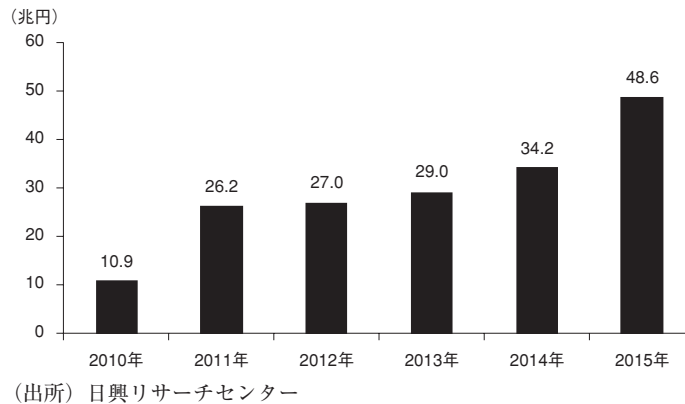
5. ESG投資の現状

わが国のESG投資の状況について述べる前に、世界全体の状況を確認しておこう。前出のGSIAの集計によると、2014年の世界全体のESG投資残高は、21.4兆ドル (約2,580兆円^(注4)) と推計され、機関投資家によって運用されている金融資産 (70.9兆ドル) の30.2%を占めているとみられる。2012年時点では、金融資産 (61.9兆ドル) の21.5%に相当する13.3兆ドル (約1,603兆円) であったことから、ESG投資残高はこの2年間で60.9%増加したことになり、世界全体の金融資産の伸び率 (同14.5%) よりも早いペースである。

ESG投資残高を地域別にみると、欧州の割合が63.7%と最も大きい。米国は30.8%を占めており、1カ国の投資規模としては世界最大である。米国とカナダと合わせて35.2%が北米であり、欧州と北米で99%を占めている。

図表 2 は、世界全体でのアプローチ別のESG投資残高を示したものである。これによ

(図表 3) ESG投資の資産規模の推移 (日本)



(図表 4) ESG投資のアプローチ別資産残高 (日本)

	2013年	2015年 (注)	伸び率
ネガティブ・スクリーニング	3,763	27,902	641%
国際規範によるスクリーニング	0	0	—
ポジティブ・スクリーニング／ベストインクラス	268	460	72%
ESGインテグレーション	14,356	19,934	39%
サステナビリティ・テーマ投資	802	995	24%
インパクト投資	0	0	—
エンゲージメント／株主行動	204,960	351,493	71%

(出所) 日興リサーチセンター

(注) 総資産残高のみ回答するケースがあるため、合計は48.6兆円に満たない

ると、ネガティブ・スクリーニングが最も多く、次いでESGインテグレーション、エンゲージメント／株主行動の残高が多い。一方、サステナビリティ・テーマ投資やインパクト投資は少ない。2012年から2年間の伸び率で見ると、サステナビリティ・テーマ投資とESGインテグレーションが2倍以上と大きく伸びている。また、スクリーニングについては、ネガティブ・スクリーニングや国際規範によるスクリーニングも大きく伸びている一方、ポジティブ・スクリーニング／ベストインクラスは若干減少している。

続いて、日本のESG投資の状況について述べる。ここでは、当社が2015年に行った調査結果を紹介する^(注5)。本調査は、これまで日本のESG市場に関する情報が少なく、機関投資家の状況が把握されてこなかったことから、PRIに署名する日本の運用機関を対象に、当社が独自にアンケート調査を行ったものである^(注6)。

日本におけるESG投資の資産規模の推移を図表3に示す。資産規模の推移についてみると、2010年では10.9兆円だったものの、2015年には48.6兆円にまで拡大している様子がみ

てとれる。ただし、前述の世界全体のESG投資残高（約2,580兆円）に比べると、資産規模は極めて小さい。次に、アプローチ別の資産残高（図表4）についてみると、世界の状況とは異なり、日本ではエンゲージメント／株主行動が支配的なアプローチとなっている。これは、業界規制や日本版スチュワードシップ・コードを受け入れる機関投資家が増加していることが原因であると考えられる。その一方、世界では主要なアプローチとなっているネガティブ・スクリーニングやESGインテグレーションの採用が限定的である理由として、例えば武器製造等に携わる企業への投融資を禁じるような法規制が存在しないことや、教会基金、労働組合の影響力が強い年金基金等のESG投資に積極的な資産保有者が不在であることが挙げられる。

6. おわりに

本稿では、ESG投資の概観、投資手法、わが国におけるESG投資の現状を中心に紹介してきた。ESG投資には様々な投資家がいるが、資産規模の面からみると公的年金が中心である。実際、ESG投資で先行する諸外国では、資産保有者である年金基金がESG投資に取り組むことで、運用機関のESG投資に対する取り組みを促進してきた。この背景には、年金基金は、巨額の資産を持つ資産運用業界の最終顧客であり、彼らがESG投資を志向することで運用機関、企業、サービスプロバイダー

への波及効果が見込めることが挙げられる。日本においても、2015年9月に世界最大の公的年金の資産保有者である年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）がPRIに署名した。これは、日本版スチュワードシップ・コードが規定するスチュワードシップ責任はESG投資の実行も含むという認識を世界最大の年金基金が示したこととなり、今後の日本の資産運用業界におけるESG投資の動向が注目されるであろう。

（注1） 報告書の詳細は、内閣府男女共同参画局のホームページ（<http://www.gender.go.jp/policy/mieruka/company/27mierukachosa.html>）を参照されたい。

（注2） 各国、地域のESG投資NPO 5団体（RIA Canada、Eurosif、US SIF、RIAA（豪NZ）、ASrIA（アジア））のグローバル連合。それぞれのESG投資関連データを合わせて2013年、2015年にGlobal Sustainable Investment Reviewを出している。（<http://www.gsi-alliance.org/>）

（注3） 代表的なものに国連グローバルコンパクト、OECD多国籍企業ガイドライン、ILO中核的労働基準などがある。

（注4） 円貨換算は、統計データの計測時点にかかわらず、2015年12月末みずほ銀行外国為替公示相場のTTMによる。

（注5） 本調査の詳細は、当社のホームページを参照されたい。（http://www.nikko-research.co.jp/wp-content/uploads/2016/02/rr201602_0001.pdf）

（注6） アンケート調査期間は2015年10～12月であり、運用機関18機関に調査票を送付し、15機関から有効回答を得た。

