

ESG投資の動向と我が国機関投資家の取組み

調査研究部 次長 小塚 英夫

目 次	
1. はじめに	4. 日本の機関投資家の対応
2. ESG投資の動向	5. 2020年の特徴
3. ESG情報開示とESG投資 の手法	6. まとめ

1. はじめに

ESG投資とは、従来の財務情報だけでなく、環境（Environment）・社会（Social）・ガバナンス（Governance）の非財務情報も考慮した投資のことを指す。特に、年金基金など大きな資産を超長期で運用する機関投資家を中心に、企業経営のサステナビリティを評価するという概念が普及し、気候変動などを念頭においた長期的なリスクマネジメントや、企業の新たな収益創出の機会を評価する

ものとして、国連の持続可能な開発目標（SDGs）と合わせて注目されている。本稿ではESG投資の動向を振り返りつつ、2020年12月経済産業省産業技術環境局が行った「ESG投資に関する運用機関向けアンケート調査」を踏まえ我が国の機関投資家の取組みを概観する。

2. ESG投資の動向（表1参照）

ESG投資の嚆矢は2006年に国際連合（以下

（表1）ESG投資に関連する行動原則等（国際機関）

公表年月	行動原則等	国際機関
2006年4月	責任投資原則	国際連合
2010年12月	「気候債券基準」	気候債券イニシアティブ
2012年6月	「持続可能な保険原則」	国連環境計画・金融イニシアティブ
2015年9月	「持続可能な開発のための2030 アジェンダ」	国際連合
2015年9月	「SDGsの企業行動指針」	国連グローバル・コンパクト
2015年9月	「投資家向けESG 情報の報告に関するモデルガイダンス」	持続可能な証券取引所イニシアティブ
2017年6月	「TCFD提言」	気候関連財務情報開示タスクフォース（TCFD）
2019年1月	「企業のESG 情報の開示に関するIOSCO声明」	証券監督者国際機構（IOSCO）
2019年9月	「責任銀行原則」（Principles for Responsible Banking：PRB、金融機関が目標とする6原則を列挙）	国連環境計画・金融イニシアティブ

（注）各機関HPより作成

※本稿におけるインターネット情報の最終アクセス日は2021年1月22日。



「国連」が提唱した責任投資原則 (Principles for Responsible Investment: PRI) とされる。

HPに掲載されている責任投資原則のミッションを記載する。

私たちの信念と熱意

経済効率性が高く、持続可能なグローバル金融システムは、長期的な価値を創出する上で不可欠です。このようなシステムは、長期にわたる責任ある投資に報いて、環境と社会全体に利益をもたらします。

PRIは、次の方法で、持続可能なグローバル金融システムの達成を目指しています。

- 1) 6つの原則の採択と実施のための協力促進
- 2) 優れたガバナンス、論理観、説明責任の強化
- 3) 市場習慣や市場構造、規制内における持続可能な金融システムに対する障害の除去

責任投資原則 (表2) では、機関投資家が受益者のために長期的視点に立ち利益を追求する義務があること、ESG課題が投資ポートフォリオのパフォーマンスに影響する可能性があること、適用することにより投資家がより広範な社会の目的を達成できるであろうことを認識し、受託者責任と一致することを条件に、機関投資家は署名する、としている。

(表2) 責任投資原則

1. 私たちは投資分析と意思決定のプロセスにESG課題を組み込みます。
2. 私たちは活動的な所有者となり、所有方針と所有習慣にESG問題を組み入れます。
3. 私たちは投資対象の企業に対してESG課題についての適切な開示を求めます。
4. 私たちは資産運用業界において本原則が受け入れられ、実行に移されるよう働きかけを行います。

5. 私たちは本原則を実行する際の効果を高めるために、協働します。

6. 私たちは本原則の実行に関する活動状況や進捗状況に関して報告します。

(出所) PRI HPより引用

責任投資原則以降の行動基準も確認したい。「TCFD提言」は、G20の要請を受け、金融安定理事会 (FSB) により、気候関連の情報開示及び金融機関の対応を検討する「気候関連財務情報開示タスクフォース (Task Force on Climate-related Financial Disclosures)」が2017年6月に公表した最終報告書である。この提言で、企業等に対し、気候変動関連リスク、及び機会に関する次の項目について開示することを推奨している。

- ① ガバナンス (Governance) : どのような体制で検討し、それを企業経営に反映しているか。
- ② 戦略 (Strategy) : 短期・中期・長期にわたり、企業経営にどのように影響を与えるか、また、それについてどう考えたか。
- ③ リスク管理 (Risk Management) : 気候変動のリスクについて、どのように特定、評価し、またそれを低減しようとしているか。
- ④ 指標と目標 (Metrics and Targets) : リスクと機会の評価について、どのような指標を用いて判断し、目標への進捗度を評価しているか。
また、ソーシャルボンド¹の発行基準として、2018年国際市場資本協会 (以下「ICMA」) は、ソーシャルボンド原則を定めた。この原則は、次の4つの核となる要素で構成される。

1 ソーシャルボンドとは、調達資金の全てが、新規または既存の適格なソーシャルプロジェクト (特定の社会的課題への対処や軽減を目指すもの、または、ある一定の対象となる人々若しくは社会全体にとってポジティブな社会的成果の達成を求めるもの) の一部または全部の初期投資又はリファイナンスのみに充当され、かつ、ソーシャルボンド原則の4つの核となる要素に適合している様々な種類の債券である (2018年ソーシャルボンド原則 (ICMI) より作成)。



1. 調達資金の使途
2. プロジェクトの評価と選定のプロセス
3. 調達資金の管理
4. レポーティング

次に、ESG投資に関する我が国の動向も見ていきたい(表3)。我が国政府におけるESG投資について最初の方針は、2016年12月の「持続可能な開発目標 (SDGs) 実施指針」における以下の記述である。

(前略) 中でも、ビジネスと人権の観点に基づく取組やESG投資、社会貢献債等の民間セクターにおける持続可能性に配慮した取組は、環境、社会、ガバナンス、人権といった分野での公的課題の解決に民間セクターが積極的に関与する上で重要であるのみ

ならず、こうした分野での取組を重視しつつあるグローバルな投資家の評価基準に対し、日本企業が遅れをとらずに国際的な市場における地位を維持するためにも極めて重要である。このための環境づくりに向けた政府の施策を進めるとともに、民間企業の取組を後押しする。

2019年12月、「持続可能な開発目標 (SDGs) 推進本部」が、「SDGs実施指針改定版」を公表した。改訂版では、実施指針を改定し、ビジネスにおけるESG投資の活発化によるSDGsの拡大に触れるとともに、ファイナンスにおけるESG金融等社会的リターンを考慮するファイナンスの加速化が重要としている。

(表3) ESG投資に関連する我が国の動向

公表年月	行動原則等
2016年12月	「持続可能な開発目標 (SDGs) 推進本部」(本部長：首相) が実施指針を決定 (企業のESG投資を後押しすることを記載)
2017年10月	年金積立金管理運用独立行政法人 (GPIF) が、ESG要素を考慮した投資を推進するよう投資原則を改正
2018年6月	東京証券取引所が、「非財務情報」にESG情報が含まれることを「コーポレート・ガバナンス・コード」で明確化
2018年12月	経済産業省が、「気候関連財務情報開示に関するガイダンス (TCFDガイダンス)」を公表
2019年5月	TCFDコンソーシアム設立 (気候変動が投融资先の事業に与える影響を評価するための企業や金融機関等が参加。経済産業省、金融庁、環境省オブザーバー参加。)
2019年6月	「パリ協定に基づく成長戦略としての長期戦略」を閣議決定 (「グリーン・ファイナンスの推進」を重点的に取り組む事項として記載)
2019年10月	TCFDコンソーシアムが、「グリーン投資の促進に向けた気候関連情報活用ガイダンス (グリーン投資ガイドランス)」を公表
2019年12月	「持続可能な開発目標 (SDGs) 推進本部」が、実施指針を改定 (ESG金融の拡大に向けた支援等に際し、それらの仕組みの情報開示に努めることや有効性を検証する必要性を追記)
2020年3月	金融庁が、「「責任ある機関投資家」の諸原則<<日本版スチュワードシップ・コード>>」に「サステナビリティ (ESG要素を含む中長期的な持続可能性) の考慮」を追加
	日本取引所グループが、「ESG情報開示実践ハンドブック」を公表

(注) 各機関HPより作成



経済産業省は、「環境とTCFD提言についての経済の好循環」を実現する対話ツールと捉え、事業会社がTCFD提言に沿った情報開示の解説や参考事例の紹介のため、2018年8月に「グリーンファイナンスと企業の情報開示の在り方に関する『TCFD研究会』」を設置した。同研究会は、情報開示の在り方を議論したうえで2018年12月に「気候関連財務情報開示に関するガイダンス（TCFDガイダンス）」を公表した。これを契機に、TCFD提言への対応に向け民間主導で2019年5月にTCFDコンソーシアムが設立され、2020年7月にTCFDガイダンス2.0²を公表した。

また、金融庁・東京証券取引所により設置された「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」は、2019年4月に「コーポレートガバナンス改革の更なる推進に向けた検討の方向性」と題する意見書を公表した。これを受け、2019年10月から「スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」（令和元年度）が開催され、2020年3月にスチュワードシップ・コードを再改訂し、ESG投資に関し、以下のとおり規定された。

機関投資家は、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解のほか運用戦略に応じたサステナビリティ（ESG要素を含む中長期的な持続可能性）の考慮に基づく建設的な「目的を持った対話」（エンゲージメント）などを通じて、当該企業の企業価値の向上やその持続的成長を促すことにより、顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大を図るべきである。

なお、ESG投資は、企業が長期的に優れたパフォーマンスを追求するための投資手法であり、責任投資原則で受託者責任にも言及している。このため、本稿では、企業活動から生じた利益の一部を社会に還元する社会的責任投資（以下「SRI」）と異なる概念として捉える。ただし、1920年代から始まったSRIは企業の社会的責任（CSR²）の一環で、今日では、ESG投資と類似点も多く、ほぼ同様と捉える見方もある。

3. ESG情報開示とESG投資の手法

ESG情報は財務情報と別の非財務情報であり、この開示情報の拠り所となるのがESG情報開示のスタンダードである。最も普及しているスタンダードは、Global Reporting Initiative（以下「GRI」）が発行したGRIスタンダードであり、新たに普及しつつあるのが米国のサステナビリティ会計基準審議会（以下「SASB」）が2018年に発行したSASBスタンダードである。GRIスタンダードに基づくサステナビリティ報告書は、企業のサステナビリティ戦略を作成するための重要なツールという位置づけ、SASBスタンダードは、あくまで投資家の情報ニーズに応えることが目的である（表4）。

ESG投資は投資戦略、目的、時間軸等において必要とするESG情報や利用方法が異なる。サステナブル投資推進に取り組む世界各国・団体がメンバーであるグローバルな行動組織Global Sustainable Investment Alliance（以下「GSIA」）では、ESGの投資手法を7つに分類している（表5）。

2 「CSRは一般的に、経済面に加え社会面、環境面の行動を包含し、内容的にも、最も基礎的な取組である法令遵守はもとより、環境保全、消費者保護、公正な労働基準、人権、人材育成、安全衛生、地域社会貢献など幅広い要素から構成するとされるが、企業側にとってみれば、その置かれた環境や業種・業態に応じて、これらに柔軟に対応することが重要であると考えられている。」（「企業の社会的責任（CSR）に関する懇談会」中間報告書 平成16年9月 経済産業省より抜粋）



(表 4) GRIスタンダードとSASBスタンダードの比較

	GRIスタンダード	SASBスタンダード
対応するニーズ	従業員や地域社会を含む多様なステークホルダーのニーズ	投資家を含む市場関係者のニーズ
分析の対象	経済、環境、社会へのインパクトが大きな非財務情報	財務的インパクトが大きい非財務情報
汎用性	全業種に共通のスタンダード	全79の業界別に個別のスタンダード
重要性特定方法	企業が自社の重要性を特定	業種別の重要性が事前に設定
重要性の概念	各社の判断にゆだねられる	米国最高裁の判例に基づき定義
使われ方	利用は自由裁量	米国の会計制度に組み込むことを志向

(注) HP等より作成

(表 5) ESGの投資手法

投資手法	概要
ネガティブ・スクリーニング	ESG項目に基づき、一定の基準により倫理的でないと思われる企業（環境破壊への関与等）を投資対象から除外
ポジティブ・スクリーニング	業種内で比較してESGに関する評価が高い企業に投資
国際規範スクリーニング	経済協力開発機構（OECD）、国際労働機関（ILO）等の等が策定し国際規範等を満たしていない企業を投資先から除外
ESGインテグレーション	財務情報にESGの非財務情報を加えて分析し投資
サステナビリティ・テーマ投資	持続可能性に貢献するテーマや資産に投資
インパクト・コミュニティ投資	社会面・環境面での課題解決を図るとともに経済的利益を追求する投資
企業活動エンゲージメント・株主行動	株主としての議決権行使、情報開示要求などにより投資先企業に対しESGへの配慮を要求

(注) 筆者作成

4. 日本の機関投資家の対応

2015年9月、年金積立金管理運用独立行政法人（以下「GPIF」）が、「国連責任投資原則への署名について」を発表した。このGPIFのESG投資の考え方について、2017年10月に公表した「GPIFの投資原則」から見ていきたい。ESG投資については、同投資原則の「【4】スチュワードシップ責任を果たすような様々な活動（ESG（環境・社会・ガバナンス）を考慮した取組みを含む。）を通じて被保険者のために中長期的な投資収益の拡大を図る。」に記されている。

(表 6) GPIFのESG投資に関する投資原則（令和2年4月1日一部改正）

<p>【4】投資先及び市場全体の持続的成長が、運用資産の長期的な投資収益の拡大に必要なものであるとの考え方を踏まえ、被保険者の利益のために長期的な収益を確保する観点から、財務的な要素に加えて、非財務的要素であるESG（環境・社会・ガバナンス）を考慮した投資を推進する。</p> <p>【5】長期的な投資収益の拡大を図る観点から、投資先及び市場全体の長期志向と持続的成長を促す、スチュワードシップ責任を果たすような様々な活動（ESGを考慮した取組を含む。）を進める。</p>

(出所) GPIF HPより抜粋



この投資原則に対し、「GPIFの投資原則についてのご説明」で、ESG投資を推進する理由を以下のとおりとしている（HPより編集）。

- ① GPIFは環境・社会問題などの負の影響を減らし、運用資産全体の長期的なリターンを向上させるESG（環境・社会・ガバナンス）を考慮した投資を推進している。
- ② GPIFは、資本市場を幅広くカバーする投資家（以下「ユニバーサル・オーナー」）であるため、資本市場や社会が持続可能であることは、「ユニバーサル・オーナー」のポートフォリオが持続可能であるための必要条件である。負の外部性³を管理し、抑制するために積極的に活動するという「ユニバーサル・オーナーシップ」という考え方は、GPIFのESG投資の根幹にあるものである。
- ③ GPIFは100年先を見据えた「超長期投資家」であるため、長期であればあるほど顕在化する可能性が高いESGに関するリスクを考慮することのメリットは大きい。
- ④ ESGに関する取組は、「専ら被保険者の利益のために、長期的な観点から、安全かつ効率的に行う」という法律の趣旨にかなうものである⁴。

GPIFの責任投資原則への署名以降、機関投資家の投資原則にESG投資が組み込まれる事例が見られるようになったが、GPIFほど明

確ではない。その投資家の意識を、2015年の国連4機関⁵による報告書「21世紀の受託者責任」（表7）における日本の実務家の見解と2019年12月の経済産業省がアセットマネジメント会社など48の運用機関を対象に実施したアンケート（表8）から確認したい。両方の調査結果とも対象が限定されているので「我が国の機関投資家の姿」とするには至らないが、これら調査結果から、機関投資家の意識は、「ESG情報の有効性は認めているが、パフォーマンス評価と受託者責任に関する懸念を払拭できない。」と読める。

パフォーマンス評価について、ESG分析、

（表7）日本の実務家の見解 障害と課題

<ul style="list-style-type: none"> ・多くの日本の投資家がESG分析はスクリーニングと同じではないのかという懸念を持ち続けている。 ・日本の投資家は責任投資の実行が受託者責任の違反になるのではないのかという懸念を抱いている。 ・環境上の問題や社会的問題と投資パフォーマンスとの関連性についての確固とした根拠が不足している。 ・企業により提供される社会、環境、企業統治に関するパフォーマンスの情報開示が弱い。 <p>このことは、投資家がこれらの問題についての考慮を、その投資実務とプロセスに一体化させることを制限している。</p>

（出所）「21世紀の受託者責任」

3 「負の外部性」の説明として、「GPIFの投資原則のご説明」には以下を記している。

例えば、保有する一部の企業が一時的な収益拡大のために、環境や社会への大きな負荷を省みない事業活動を行った結果、その企業の株価が上昇したとしても、他の企業を含めた経済全般や社会がそれらの負の影響を受けるのであれば、「ユニバーサル・オーナー」のポートフォリオ全体としても大きなダメージとなります。言い換えると、資本市場や社会が持続可能であることは、「ユニバーサル・オーナー」のポートフォリオが持続可能であるための必要条件ということです。

4 公的年金の主な法律である厚生年金保険法では、第79条の2で「(略) 積立金の運用は(略)、専ら厚生年金保険の被保険者の利益のために、長期的な観点から、安全かつ効率的に行うことにより、将来にわたって、厚生年金保険事業の運営の安定に資することを目的として行うものとする。」と規定（国民年金法第75条も同旨）しており、「長期的な観点からの安全かつ効率的な運用」が、年金積立金運用に対する法律上の最も基本的な要請である。

5 PRI、UNグローバルコンタクト、UNEP FI、UNEP Iquity



(表8) ESG投資に関する運用機関向けアンケート調査 (2019年12月 経済産業省)

① ESG情報の活用

	活用している	活用目的・理由		
		リスク低減	リターンの獲得	社会的責任・意義
投資判断	97.9	97.9	87.5	83.3
エンゲージメント	95.8	91.7	87.5	79.2

② ESGについて投資判断で考慮すべき要素
ア 環境

	気候変動	水資源	エネルギー	生物多様性	資源循環・多様性
中期 (3～5年)	79.2	22.9	20.8	14.6	20.8
長期 (5～30年)	83.3	25.0	16.7	18.8	18.8

イ 社会

	サプライチェーン	人権	ダイバーシティ	労働環境・安全・健康	人材育成	貧困
中期 (3～5年)	25.0	29.2	29.2	43.8	14.6	6.3
長期 (5～30年)	22.9	35.4	27.1	41.7	12.5	8.3

ウ ガバナンス

	取締役会			社外取締役・監査役	役員報酬	情報開示	株主権利
	実効性	多様性	独立性				
中期 (3～5年)	16.7	25.0	10.4	29.2	27.1	16.7	8.3
長期 (5～30年)	14.6	27.1	12.5	29.2	27.1	14.6	10.4

(注) 自由記入欄の記載内容を経済産業省にて分類した内容から作成

③ ESGを考慮する上での障害

回答内容	%
ESG投資にかかる体制が十分でない	43.8
企業のESGにかかる情報開示が不十分	85.4
ESG投資の適切な評価方法が確立できていない	56.3
受益者のESG投資に対する理解がない	33.3
受益者のニーズや重要と認識する要因が不明確	31.3
その他	16.7
特になし	2.1

(注) 経済産業省資料に基づき作成



ESG情報および体制に対する不安が列挙され、「環境上の問題や社会的問題と投資パフォーマンスとの関連性についての確固とした根拠が不足」、「ESG投資の適切な評価方法が確立できていない。」との回答が見られる。

ESG投資の判断要素では、気候変動をはじめとした環境要素に対する回答占率が高く、長期的に有効な要素とみなされている。次いで、労働環境・安全・健康をはじめとして社会要素に対する回答占率が高く、ガバナンス要素については分散した回答占率である。なお、判断要素に関し、回答分布とパフォーマンス評価との関係は調査結果からは判断できない。

受託者責任に対する懸念も存在する。調査結果の中には、「ESG投資に対する受益者の理解」「受益者のニーズ」に関する懸念が回答されるとともに、前述のとおりパフォーマンス評価に懸念が残っているため、受託者責任に対する懸念は解消されない。加え、企業のESGに関する情報開示が不十分との回答占率が高い。ESG情報の活用は、リスク軽減の観点からが多くなるとともに、社会的責任（CSR）の観点との回答占率も高い。

5. 2020年の特徴

2020年はESG投融資が急増した。世界のESG投融資額は736,279百万ドル（約76,190十億円）と2019年から60%伸長した⁶。また、これまでESG投資については、E（環境）を中心に組み込まれていたが、S（社会）に対してシフトしてきている。昨年度に発行されたソーシャルボンドは世界で1,368億ドル（約14兆円）と前年8倍程度に増加した⁷。国内には、2019年度まで財投機関債が中心であった社会貢献債であるが、2020年度は新型コ

ロナ感染症対策に関するコロナ債の発行がけん引役を果たした。金融庁は、2月から有識者会議を開催し、夏には「ソーシャルボンド指針」を取りまとめる予定と報道されている。

6. まとめ

ESG投資は、機関投資家から捉えると、パフォーマンス評価を行い受託者責任を果たすものである。これらを機関投資家がどう捉えているかについて確認してきた。

これまで見たように、我が国の多くの機関投資家にとって、GPIFと同様の明確なPRI宣言は容易ではない。また、ESG投資に関する情報が不十分、ESG投資に関する評価方法が確立されていない、ESG投資にかかる体制が不十分および受託者責任との関係に関する不安が払拭されていない。

現時点では、総論としてESG投資は有意義との認識の下、ESG情報の開示等の制度整備の進行を期待しながら、投資のスキームを整えることも有効である。その過程で、ESG投資のパフォーマンス評価が整備され、受託者責任の遂行に関して明確化されることを期待したい。

（参考文献）

- 本文中に記載のないもの
- ・高澤美有紀「ESG投資の動向と課題」『国立国会図書館 調査と情報』2020.07.
- ・中空麻奈「アフターコロナのESG投資」『日本証券アナリストジャーナル』2021.01.
- ・鳥居夏帆「『ESG情報開示実践ハンドブック』について」『会計・監査ジャーナル』Sep. 2021.

6 2020年12月28日 日本経済新聞朝刊

7 2021年1月5日 日本経済新聞朝刊