

ESG 投資についての一考察

森 恵 美*

要 旨

2012年11月の安倍政権発足以来のアベノミクス相場で、日経平均株価は大幅な回復を見せ、勢いを失っていた投資家たちの、投資への関心がようやく回復してきている。機関投資家は、これまでのように財務情報だけでなく、ESG（環境（Environment）、社会（Social）、ガバナンス（Governance）の総称）といった非財務情報に注目している。

近年、企業の長期的な成長のためには、このESGが必要だという考え方が世界的に広がり、ESGの取組を評価して投資判断に生かす「ESG投資」が日本でも急速に拡大している。これは、2015年9月に世界最大の公的年金基金を運用する年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）が国連の責任投資原則（PRI）に署名したことが大きく影響している。加えて、世界一斉に「持続可能な開発目標（SDGs）」への取組が始まったこともESG投資に拍車をかけている。この目標は、機関投資家が投資判断を行う時に活用される。そのため、日本経済団体連合会もすばやく対応し、新たな経済成長モデルとして「Society5.0」を推進し、SDGs達成に貢献するとしている。他方、開示されたESG情報の信憑性など課題もある。

本稿では、ESG投資の可能性について国内外のESG投資の現状を踏まえ、わが国におけるESG投資拡大への期待やESG投資に関する今後の課題について若干の考察を試みるものである。

目 次

- I はじめに
- II ESG投資とは何か
- III CSRとESG投資
- IV 国内外のESG投資の現状
- V おわりに

I はじめに

機関投資家の、企業を見る目が大きく変わりつつある。従来、投資は、当該企業の財務情報を判

断基準に行われてきた。しかし、近年では環境（Environment）、社会（Social）、ガバナンス（Governance）といった非財務情報に注目が集まっている。その背景には、生活に対する不安や環境問題、公害問題、雇用問題、そして次世代の社会保障問題などがある。諸外国に限ったことではない。わが国においても切実な問題である。近年、企業の長期的な成長のためには、この環境・社会・ガバナンスの3つの観点（以下総称して「ESG」という。）が必要だという考え方が世界的に広がっている。つまり、国内外のそれらの問題に対し、企業は無関係を装うことができない時代を迎えているということである。

そのため、事実、ESGの取組を評価して投資判断に生かす「ESG投資」が日本でも急速に拡大し

* もり えみ 法学研究科民事法専攻博士課程
後期課程

2017年10月6日 推薦査読審査終了

第1推薦査読者 大杉 謙一

第2推薦査読者 野田 博

ている。2013年の投資金額は1兆円に満たなかったが、2015年には26兆6873億円に跳ね上がり、2016年には57兆567億円とさらに倍増した¹⁾。この急激な伸びの理由として挙げられるのが、約130兆円という世界最大の公的年金基金を運用する年金積立金管理運用独立行政法人（Government Pension Investment Fund：GPIF、以下「GPIF」という。）の動きである。GPIFは、2015年9月に国連の責任投資原則（Principles for Responsible Investment：PRI、以下「PRI」という。）に署名した²⁾。PRIはESGに配慮して投資するイニシアティブであるが、PRIの最終目標は、機関投資家がESG問題を投資の意思決定の材料とし、受益者のために長期的な投資成果を向上させることにある³⁾。

加えて、持続可能な開発目標（Sustainable Development Goals：SDGs、以下「SDGs」という）⁴⁾への取組が世界で一斉に始まったこともESG投資に拍車をかけている。2015年9月25日、世界のリーダーがニューヨークの国連本部に参集し、持続可能な開発のための2030アジェンダを採択した。この2030アジェンダには、2015年から2030年までの15年間にわたって政策と資金確保の指針となる新たな17の目標（ゴール）が盛り込まれている。このSDGsは、世界共通の言語ともいわれており、機関投資家が投資判断を行う時に活用される。そのため、日本経済団体連合会もすばやく対応し、新たな経済成長モデルとして政府が提唱する「Society5.0」を推進した。この「Society5.0」を通じてSDGs達成に貢献するとしている。経済同友会も2017年3月に公表した「新産業革命の幕開け～時代を切り拓く心構え～」の中で、社会課題に貢献しながら利益を得る仕組みを考え、ESG経営を実現することや、SDGsに係る施策を推進し世界共通の課題を解決していかなければならないとしている⁵⁾。

他方、課題もある。ESG投資は手法が確立されているとはいえ、分析に必要なデータが何なの

かも明らかになっていない。また、評価に必要なデータがあるとしても必ずしも企業が開示するとは限らないし、開示されたESG情報の信憑性も疑問である。例えば、2015年に巨額の不正会計が発覚した東芝は、ESG格付けで上位企業であったにも拘わらず投資家から相次ぐ訴訟を起こされている⁶⁾。Dow Jones Sustainability Indices（DJSI）Worldには2000年以降2015年8月に除外されるまで続けて選出されていたし、CDP気候変動では2013年、2014年、2016年にAリストに選ばれている⁷⁾。また、社外取締役も導入していた。そのため、ガバナンス体制においても整っているように見えており、投資家も東芝の実の姿を見抜くことができなかったのだ。

本稿では、ESG投資の可能性について国内外のESG投資の現状を踏まえ、わが国におけるESG投資拡大への期待やESG投資に関する今後の課題について若干の考察を試みるものである。

II ESG投資とは何か

ESGとは、環境（Environment）、社会（Social）、ガバナンス（Governance）の頭文字を取った造語である。近年、企業の長期的な成長のためには、ESGが示す3つの観点が必要だという考え方が世界的に広まっている。この章では、その3つの観点が投資とどうつながるのかについて述べる。

1. ESG投資の歴史

ESG投資の歴史は、1900年代に遡り、宗教（キリスト教）と大きく関わっている⁸⁾。1920年代の米国では、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への投資が除外されていた。いわゆる、ネガティブ・スクリーニングである⁹⁾。1960年代には、米国で市民の社会に対する認識や価値観に変化が見られるようになり、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見られるようになった。英国でも、

宗教団体の教義に基づく投資から、金融モラルが求められるようになり、慈善団体や教育機関、個人へと広がった。「1970年代から1980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付いたとされ、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も盛んであり、これらの国への不投資運動が州議会で決議されている州もある」¹⁰⁾。

1990年代に入り、企業の社会的責任（Corporate Social Responsibility：CSR、以下「CSR」という。）という考え方が広がった。そのきっかけとなったのは、1997年に英国のサステナビリティ社のジョン・エルキントン氏によって提唱された「トリプル・ボトムライン（Triple Bottom Lines）」である。これは、収益=Profit、環境=Planet、社会=Personをバランスよく実行し、レポートを公開することにより企業価値に反映されるとの考え方である。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（Socially Responsible Investment：SRI、以下「SRI」という。）を实践する年金基金などの機関投資家が現れてきた。「この時代は、年金基金がSRIに取り組む時に、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に反するのではないかと議論があったため、社会的な目的と投資リターン追求のバランスをとることが必要であった」¹¹⁾。

そこで考案されたのが、ポジティブ・スクリーニングという投資手法である。これは、「悪い」企業を排除するのではなく、企業のESG課題への対応を評価し、その評価が優れている企業を選んで投資することにより、社会的にもよく、株式リターンも期待できるというものである。この手法はベストインクラスとも呼ばれ、すべての業種に投資することが可能であるため、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り、英国で2000年の年金法改正時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をしたことから、年金基金のSRIへの取組について間接的な承認を得たと理解されたことにより、機関投資家がESG投資に取り組む環境が整ってきた¹²⁾。

そして、SRIの中で、投資判断にESG要因を考慮する投資のことをESG投資と呼んでいる。もともと、SRIが教会の資産運用で酒や武器など、教義や宗教的価値観に反する事業を投資対象から除外するという倫理的な投資から始まったとされていることは既に述べたが、ベトナム反戦運動や消費者運動などの社会運動の高まりなどによりSRIは発展した。さらに、様々な社会的な課題、例えば、地球の環境や資源、貧困や人権などに対する関心が高まったことで、持続可能な社会の実現に向けた取組が盛んになってきた。そのようなことなどを背景に、特に欧米を中心にSRIが拡大してきた。また、投資目的が社会的課題に対する責任を果たすことや社会の持続可能性（サステナビリティ）の向上への広がり、SRIが責任投資やサステナブル投資などとも呼ばれるきっかけとなった¹³⁾。

その後、グローバリゼーションが進むにつれ、影響力を持ち始めたのがグローバル企業や金融機関である。グローバル企業は国連グローバル・コンパクト（The United Nations Global Compact：UNGC）¹⁴⁾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（United Nations Environment Programme Finance Initiative：UNEP FI）¹⁵⁾を立ち上げた。特に機関投資家によるSRIの拡大を牽引

しているのが、2006年に出されたPRIといえる。これは、国連のコフィ・アナン事務総長（当時）の呼び掛けにより、国際共同イニシアティブとしてニューヨーク証券取引所で公表されたものである。このRPIにおいて、初めて「ESG」という言葉が使われた¹⁶⁾。

PRIは、持続可能な社会の形成に向けて解決すべき課題を環境（Environmental）、社会（Social）、コーポレート・ガバナンス（Corporate Governance）の3つの分野（ESG）に整理し、ESG課題への取組が投資パフォーマンスに影響を与える可能性があるとの前提のもと、「ESGに配慮した責任投資を行うこと」を宣言したものである。教会による倫理的な投資から始まったとされるSRIが、責任投資やサステナブル投資へと広がり、さらに時代により企業から求められる課題には変化が生じ、それを反映し、企業価値評価にESG情報を用いるESG投資へと広がった¹⁷⁾。

また、社会経済においても、ESG要因に関する地球レベルのテーマが注視され、投資に結び付け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、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・テーマ投資が意識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などグローバル企業の影響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。英国をはじめとする欧米諸国ではOECDコーポレート・ガバナンス原則やコーポレートガバナンス・コードが策定され、機関投資家も投資基準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中で、投資家は自らがコーポレート・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¹⁸⁾。

2. 概 念

ESGという概念は、PRIが提唱したとされてい

る。ESG投資について明確な定義はないが¹⁹⁾、ESG情報に基づき投資判断するものといえよう。言い換えれば、長期的な視点で投資先企業の持続可能性に着目し、長期的視野での投資収益を目指すものである。よって、短期的投資家ではなく、投資資金を配当やキャピタルゲインにより回収する長期的配当化にメリットがある²⁰⁾。

ここでまず、PRIについてふれる。2005年初め、当時の国連事務総長だったコフィ・アナン氏が、ノルウェー政府年金基金やカリフォルニア州職員退職年金基金（California Public Employee Retirement System: CalPERS）など機関投資家21機関にPRIの作成を呼びかけ、起草が始まった。その背景についてアナン氏は、「金融は世界経済の原動力となっているものの、投資判断には環境・社会・ガバナンスの視点一言い換えれば持続可能な発展の原則が、十分に反映されていない」という認識があると述べている。PRIは、21の機関投資家の代表者と資産運用業界や国際機関、市民社会から総勢70名の専門家が参加し起草された。8ヶ月を掛けて作られたPRIは、2006年4月にニューヨーク証券取引所で公表された²¹⁾。

PRIは、①投資分析と意思決定プロセスにESGの課題を組み込むこと、②活動的な株式所有者となり、株式の所有方針と所有習慣にESG問題を組み込むこと、③投資対象に対してESG問題について適切な開示を求めること、④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に働きかけを行うこと、⑤本原則を実行する際の効果を高めるために協働すること、⑥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すること、以上の6つの原則である。

では、どれほどの機関がPRIに署名しているのだろうか。PRIが公表された2006年4月初、署名機関（Signatory）は63機関（運用資産合計2兆ドル超）だったが、2017年4月現在、1,714機関（運用資産合計68.4兆ドル超）にまで増加している²²⁾。

署名機関には3種類あり、2017年9月現在で①アセット・オーナー（359機関）、②インベストメント・マネジャー（1,221機関）のほか、③プロフェッショナル・サービス・パートナー（230）となっている²³⁾。①のアセット・オーナーは、年金基金や政府準備金、財団などの運用資産の保有者、②のインベストメント・マネジャーは、①から資産を受託して運用する運用機関など、③のプロフェッショナル・サービス・パートナーは、①や②に資産運用に関する商品やサービスを提供する会社である。これらのうち、インベストメント・バリュー・チェーンの最上流に位置し、資産運用の意思決定を行うのが、①のアセット・オーナーである²⁴⁾。

では、どの国のアセット・オーナーが、どのくらいPRIに署名しているのだろうか。2015年12月現在のデータでは、世界のアセット・オーナーの国別PRI署名機関数を確認すると、英国やオランダ、オーストラリアなど欧米諸国が多い²⁵⁾。なかでも欧州の署名機関が多く、全署名機関の約6割を占めている。他方、アジアのアセット・オーナーの署名は少なく、署名機関数では日本が9機関で12位に入っているが、そのほかには韓国の1機関とインドネシアの1機関のみが署名している状況である。

日本からは、アセット・オーナー9機関のほか、インベストメント・マネジャー22機関、プロフェッショナル・サービス・パートナー7機関の合計38機関が署名している。なかでも、2015年9月に日本最大の機関投資家であるGPIFがPRIに署名したことは、資産運用業界でも注目された。GPIFは、同月発表した「ESGの取組みに係る基本方針」で、ステewardシップ責任を果たす一環として、ESGへの取組を強めることとし、「運用受託機関が行っている投資先企業へのエンゲージメント活動の中で、これまで以上にESGを考慮した「企業価値の向上や持続的成長」のための自主的な取組みを促す」こと、「GPIFのESGに対する考え方を

明確にするため、国連責任投資原則に署名すること、「並行して、ESGを考慮したスマートベータやアクティブ運用については、過去の運用実績も勘案し、超過収益が獲得できるとの期待を裏付ける十分な根拠を得ることを前提に取り組むこととし、研究を継続する」こととした²⁶⁾。GPIFのこのような方針発表により、日本の資産運用業界においてもESGへの取組が広がると考えられる。

では、アセット・オーナーとインベストメント・マネジャーがPRIに署名するためには、何が必要であろうか。それには、2つある。まず、報告義務である。報告義務については、署名機関になってから1年間は免除されるが、それ以降は毎年、PRIのフレームワークに従って活動報告をしなければならない。活動報告の結果はレポートとしてウェブサイトで公開される。次に必要なのが、年会費である。年会費については運用資産の額に応じて額が設定されている。プロフェッショナル・サービス・パートナーは、報告義務は課されないが、従業員の数に応じて設定された年会費を支払う必要がある。署名機関になることで、PRI遵守に関するツールやウェビナーなどのサポートを受けられるほか、署名会員との情報共有の機会が得られるとされている²⁷⁾。

3. ESG投資の手法（アプローチ）

上述したようにESG投資には明確な定義がない。しかし、投資家の試行錯誤により草の根的に発展したため様々な投資手法が存在するだけでなく、現在も新しい手法が考案されている²⁸⁾。主なものは、次のとおりである²⁹⁾。

(1) ESGを考慮した投資

投資プロセスに、財務情報だけでなくESG要因も加えて投資を行う手法の総称である。投資プロセスにESG要因を加える方法の違いでスクリーニング投資とESGインテグレーションに大別される。

(a) スクリーニング投資

ネガティブ・スクリーニング、国際規範によるスクリーニング、そしてポジティブ・スクリーニング／ベストインクラスの3つがある。フランス、オランダ、スウェーデンなどで広く採用されている。

ネガティブ・スクリーニングは一定の基準をベースに、その基準に適合しない企業や業種を投資対象から除く手法である。第Ⅱ章で述べたように、1920年代の米国で、教会がたばこやアルコールなど教義に反する企業を投資対象から除いたのがネガティブ・スクリーニングの始まりとされ、最も古くからある投資手法である。また、特定の産業ではなく、環境汚染や人権侵害が明らかになった企業、人権侵害の起きている国、また動物実験など特定のテーマに関連する企業などを対象としたスクリーニングもある。

国際規範によるスクリーニングは、国連グローバルコンパクト10原則やOECD多国籍企業行動指針などの国際的な規範に違反した企業を投資対象から除外するもので、ネガティブ・スクリーニングと同様である。なお、これらの国際的な規範については、第Ⅲ章でふれる。

上記2つのスクリーニングとは反対の投資の考え方が、ポジティブ・スクリーニングである。これは、企業のESG課題への対応を評価し、その評価（スコア）の高い企業を積極的に投資対象として選ぶ手法である。社会的に良いだけでなく、株式リターンにも期待できる。また、各産業セクターや業界においてESGの評価の高い企業を選別して投資する方法をベストインクラスと呼んでいる。ポジティブ・スクリーニングも、ベストインクラスも、ESGスコアと財務基準のスコアを組み合わせることもある。

(b) ESG インテグレーション

投資プロセスに環境や社会問題への対応など、企業のESGに関する非財務情報を企業評価に組み込み投資判断をする手法である。国連責任投資原

則（PRI）の第1原則にある³⁰⁾。運用機関は、財務情報だけでなく、CSR報告書など企業が開示する情報やESG評価機関が提供する情報などの非財務情報、またそのリスクと投資機会を分析し、統合して企業を評価し、投資対象の選定を行う。米国では、伝統的にネガティブ・スクリーニングが中心であったが、最近ではESGインテグレーションの規模が最大している。

(2) サステナビリティ・テーマ投資

ESGの特定のテーマ、例えば、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ファンドである。投資家の価値観によるものと、高い投資リターンを期待するものがあるため、テーマも、投資家の動機も、様々である。その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³¹⁾。

(3) インパクト投資

教育や福祉などの社会的な課題の解決を図るだけでなく、経済的な利益を追求する投資行動である。例えば、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がある。環境関連プロジェクトでは、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。

わが国で「インパクト投資」という言葉が使われるようになったのは比較的最近であるが、2011年の東日本大震災を機に、三菱商事復興支援財団や東北共益投資基金のような被災地の復興支援に特化した基金をはじめ複数のインパクト投資の取組が生まれている。国外においては、英国がインパクト投資を積極的に推進している。その背景には、逼迫する財政のもとで、貧困層支援などの社会福祉事業をいかに効率的かつ効果的に実施するかという課題がある。その解決策として、インパクト投資は推進されている³²⁾。

(4) コミュニティ投資

通常の金融機関の融資対象とされにくい貧困層・低所得層の自立支援や、地域に根差した中小企業のサポート等を通じた地域の活性化を目的とする投資である。投資家は、コミュニティ開発金融機関（Community Development Financial Institutions：CDFIs）に投資し、同金融機関がコミュニティへの資金供給や、専門的・技術的アドバイス等を実施するという方法がある。

(5) 株主行動

英国で多く採用されており、わが国においても多くの機関投資家が注力しているのが、株主行動である。これは、株主行動にESGの課題を組み入れる手法である。例えば、議決権行使や株主提案など株主として保有する権利を行使し、投資先企業に社会的責任を果たすように求めていくものである。また、直接的な権利行使だけでなく、企業経営者への対話を通じて実行をモニタリングする方法もあり、これをエンゲージメントと呼んでいる。

(5)は投資後の投資前後の投資（候補）先企業へのエンゲージメントや議決権行使を積極的に行う、いわゆる「アクティビスト（物言う株主）」型の手法であるが、(1)から(5)の戦略は重複して用いられることも多い。特に(5)は(1)から(4)とは重複することが多くある³³⁾。

4. ESG情報とは

企業への投資を行う際には、企業の開示情報を十分に確認し、分析することが必要となるが、これらの情報は財務情報と非財務情報に大別できる。財務情報は、会計的な情報である。例えば、売上高や利益、資産や負債、キャッシュフローなどの情報である。投資家はこれらの情報を分析し、企業価値や株価などを評価している。非財務情報は、これら財務情報以外のものことである。企業は、様々な形で非財務情報を発信している。環境報告書やCSR報告書、ウェブサイトなどその内容は多

岐にわたっている。

ESGとは、環境、社会、ガバナンスに関する企業報告のことで、非財務情報とも呼ばれている。近年、企業の長期的な成長のためには、ESGが示すこの3つの観点が必要だという考え方が世界的に広まっている。では、その3つの観点は具体的に、何を指すのだろうか³⁴⁾。

環境（E=Environment）は、主に企業を取り巻く自然環境に関連する取組の情報である。温室効果ガス排出量や気候変動などの地球温暖化問題、水や生物多様性、再生可能エネルギーの使用量、化学物質や廃棄物の管理などがある。社会（S=Social）は、企業内や社会環境に関連する取組の情報であり、従業員の労働管理や安全衛生、製品やサービスの安全管理、人権に関する取組、顧客や地域社会に対する責任、サプライチェーンの労働状況の監視、CSV（Creating Shared Value=共通価値の創造）³⁵⁾などである。ガバナンス（G=Governance）は、経営の根幹に関わる取組の情報である。経営者の報酬や取締役会における多様性といった企業経営の体制、社外取締役の有無やその独立性、コンプライアンス、汚職防止、情報開示などがある。

ここで注意すべきは、ESG情報は非財務情報に分類されるが、単に非財務情報というだけでなく、非財務情報の中でも企業価値に影響すると考えられる情報のことをいう点である。ESG情報は現時点では非財務情報であるが、将来、財務要因として企業価値に影響を与える可能性のある情報のことである³⁶⁾。

5. ESG投資の目的

SRIとは、投資という行動を通じて社会の持続可能性（サステナビリティ）を高めることに貢献しようとする投資のことをいう³⁷⁾。

ESG投資はSRIの中から生み出された投資であると考えられることができる³⁸⁾、具体的に何が違うのであろうか。まず、それまでのSRIであるが、

投資による経済的（金銭的）な収益だけでなく、社会に与える影響なども考慮するものである。他方、ESG投資は、あくまでも投資から得る収益の向上や安定を求める投資であり、ESG情報は将来の財務要因として企業価値に影響を与える可能性のある情報であり、投資先企業の評価にこのような情報を利用することから、ESG投資は中・長期的な観点で企業を評価する投資といえる。

では、ESG投資を企業はどのように評価することができるだろうか。これについては、リターンの視点とリスクの視点がある。まずリターンの視点であるが、例えば、世界共通の課題である地球温暖化問題への対応をビジネスチャンスとするなど、企業がESG課題への取組を機会として企業価値の向上につなげることを評価できるだろう。リスクの視点では、ESG情報を分析することで将来の企業価値の棄損につながる可能性のあるリスクなどが考えられる。そして、企業がESG情報をリスクとリターンの視点から評価することで、投資パフォーマンスの改善や安定性に寄与すると考えられる。さらに、投資家がESG情報を評価することは、企業に社会的課題であるESG要因への対応を促すことになる。これが投資家や企業が社会的責任を果たすこと、そして社会の持続可能性の向上に寄与することなどにつながると考えられるため、ESG投資はSRIの1つ又は発展形といえることができる。しかし、あくまでも投資パフォーマンスの向上や安定を目的としていることが、これまでのSRIとは異なる点であるといえる³⁹⁾。

では、ESGは、投資先企業の長期的発展や投資家の利回り確保のためのものなのであろうか、それとも、環境・社会・経済の調和のとれた発展のためのものだろうか。もちろん、どちらか一方ということはないが、投資先企業の長期的発展や投資家の利回り確保についてはこれまでも考えられてきたものであるから、やはりESGの特徴や質から見ると後者に重点が置かれていると考える。そこで重要なのが、機関投資家などによる外部からの

働きかけである。この点については、2017年1月から計3回にわたり開かれた「スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」の中で提起され、同年5月に改訂された「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》の原則4に「指針4-4 機関投資家が投資先企業との間で対話を行うに当たっては、単独でこうした対話を行うほか、必要に応じ他の機関投資家と協働して対話を行うこと（集团的エンゲージメント）が有益な場合もあり得る」が追加され、複数の投資家の協働について言及されている。

Ⅲ CSRとESG投資

ESGは、CSRの概念と類似性を持つが、CSRが企業の社会的責任といわれ、企業の環境対応を中心とする概念だったのに対してESGは企業のガバナンス情報を大きな要因として含んだ言葉として用いられることが多い⁴⁰⁾。

1. CSR（企業の社会的責任）とは

CSR（企業の社会的責任）とは、企業が顧客、株主、従業員、取引先、地域社会など、企業を取り巻く様々な利害関係者（ステークホルダー）からの信頼を得るための活動である⁴¹⁾。CSRの始まりは、1790年代に東インド会社に対する消費者の不買運動に遡る⁴²⁾。東インド会社は、奴隷を使い生産した砂糖を輸入していた。そのことを知った消費者の不買運動が激しくなり、カリブ諸島からの砂糖の輸入がストップしたのである。その後、CSRは約200年にわたり、労働者保護や消費者保護、環境保護、そして人権保護などあらゆる領域で発展を遂げた⁴³⁾。そして、1980年代から始まったグローバル化やIT化の進展などの環境の変化は、欧米におけるCSRが「持続可能な発展（Sustainable Development）」⁴⁴⁾のための取組だと認識される材料となった。1990年代からは、企業が「単なる経済主体としてではなく、広く社会とコミュニケーションをとり、適切に情報開示することで株主、

取引先、消費者、従業員、地域住民といったステークホルダーとの信頼関係を築く社会的存在として位置付けられている⁴⁵⁾。1994年イタリア・ナポリサミット、1995年カナダ・ハリファックスサミット、そして、1996年フランス・リヨンサミットで問題となった(1)雇用問題、人材への投資、(2)人権問題、(3)持続可能な発展、(4)グローバリゼーションの陰、の4つの要素はCSRの柱となった⁴⁶⁾。ヨーロッパのCSRの原点とされる1996年の「社会的疎外に反するヨーロッパ宣言 (European declaration of businesses against social exclusion)」には企業の行動指針が示され、深刻な失業問題に対して企業がどのような社会的責任が果たすべきかが検討されている⁴⁷⁾。

そして、2000年代に入り、経済発展や環境保護等の社会問題を背景にヨーロッパにおけるCSRへの取組は顕著となった。EUでCSRを正面から取り上げたのは、2000年3月のリスボン欧州理事会(サミット)が最初で、「持続的経済成長と雇用拡大、社会的結束が可能な、世界でもっとも競争力がありダイナミックな知識基盤社会をめざす」という戦略目標を打ち出し、そのために企業に対して生涯学習、労働組織、機会均等、社会的統合及び持続的発展に対する社会的責任⁴⁸⁾が呼びかけられた⁴⁸⁾。2001年7月にはグリーンペーパーが発表され、2002年7月には欧州委員会通達、同年10月にはCSRに関する欧州マルチステークホルダー・フォーラム(以下「フォーラム」という。)が設置された。2004年4月には、フォーラム⁴⁹⁾の議論が完結し、同年6月に最終報告書⁵⁰⁾(以下「最終報告書」という。)が提出された。最終報告書の方針の下、フォーラムでのCSR勧告が採択された背景には、何があるのか。EU域内の失業問題の深刻化や経済格差による社会の階層分化といった現状が指摘されている。それらの現状に歯止めをかける役割として、CSRに期待が持たれた。よって、ヨーロッパでは、雇用政策や低所得者層の救済を政府に代わり企業が行う、つまり企業が社会的責任

を果たすことが問題解決へ繋がるとする期待がある⁵¹⁾。

EUの政策執行機関である欧州委員会は、CSRの推進に強力なリーダーシップを執っている。2010年10月には「社会的責任公共調達 (Socially Responsible Public Procurement) ガイドライン」を発行し、具体例を示している。それらは、公共調達において「雇用機会」、「働きがいのある人間らしい仕事」、「社会権・労働権」、「社会的包摂 (障害者を含む)」、「機会均等」、「ユニバーサルデザイン」、「持続可能性基準 (倫理的取引を含む)」に配慮するために取り組むべきものである⁵²⁾。以上のことからわかるように、ヨーロッパのCSRの柱の中心は人材問題という点である。そして、2011年10月に新CSR戦略が策定されたことで、公共調達における環境・社会への配慮が明確に位置付けられ、各国の施策に反映されている。

つまり、CSRとは、企業が顧客、株主、従業員、取引先、地域社会など、企業を取り巻く様々な利害関係者(ステークホルダー)からの信頼を得るための活動であるが、具体的には、安全で高品質な製品やサービスの提供、社会的公正・倫理を保った活動、環境への配慮など、企業活動が社会や環境に与える影響に責任を持つことをいい、企業の持続的な成長を図るとともに、社会の持続可能性の向上に貢献することを目指している。

(1) 社会的責任のガイドライン等

社会的責任に関しては様々なガイドライン等があり、企業が取り組むCSRに関してもこれらガイドライン等が参照されている。そこで、社会的責任に関する国内外のガイドライン等のいくつかについて簡単に紹介する。

(a) 日本経済団体連合会(経団連)企業行動憲章⁵³⁾

「企業は、公正な競争を通じて付加価値を創出し、雇用を生み出すなど経済社会の発展を担うとともに、広く社会にとって有用な存在でなければならない」として10の原則を示し、この原則に基

づいて人権を尊重し、関係法令、国際ルール及びその精神を遵守しつつ、持続可能な社会の創造に向けて、高い倫理観を持って社会的責任を果たしていくことを掲げている。

(b) OECD 多国籍企業行動指針⁵⁴⁾

OECD は、1976年、行動指針参加国の多国籍企業に対して、企業に対して期待される責任ある行動を自主的にとるよう勧告するための「多国籍企業行動指針」を策定し、世界経済の発展や企業行動の変化などの実情に合わせ、これまで5回(1979年、1984年、1991年、2000年、2011年)改訂している。一般方針、情報開示、人権、雇用及び労使関係、環境、贈賄・贈賄要求・金品の強要の防止、消費者利益、科学及び技術、競争、納税等、幅広い分野において、責任ある企業行動に関する原則と基準を定めている。

なお、同行動指針には、2017年8月現在、アルゼンチン、ブラジルなどOECD加盟国以外の国々も参加している。

(c) 国連グローバル・コンパクトの10原則⁵⁵⁾

人権の保護(原則1・2)、不当な労働の排除(原則3~6)、環境への対応(原則7~9)、そして腐敗の防止(原則10)に関わる10の原則に賛同する企業トップ自らのコミットメントのもとに、その実現に向けて努力を継続している。人権は1948年の「世界人権宣言」を起源とし、労働は1998年に国際労働会議(ILO総会)で採択された「労働における基本的原則および権利に関する国際労働機関(ILO)宣言」を由来としている。環境は1992年にリオデジャネイロで開催された「国連環境開発会議(地球サミット)」で定められた「環境と開発に関するリオ宣言」と「国際アクション・プラン(アジェンダ21)」をその起源としている。腐敗防止は「腐敗防止に関する国連条約」に由来している。

(d) ISO26000⁵⁶⁾

ISO26000 (Guidance for social responsibility) は、ISO(国際標準化機構)が2010年11月1日に発

行した組織の社会的責任に関する国際規格である。ISO26000は当初、CSRに関する規格であったが、規格検討において、社会的責任を負うのは企業だけに限らないという考えの下、「社会的責任(Social Responsibility: SR)」という表現に修正され、あらゆる組織に向けて開発された社会的責任に関する世界初の手引き(ガイダンス文書)である。持続可能な発展への貢献を最大化することを目的としているだけでなく、人権と多様性の尊重という重要な概念を包含している。社会的責任を果たすための7つの原則として「説明責任」、「透明性」、「倫理的な行動」、「ステークホルダーの利害の尊重」、「法の支配の尊重」、「国際行動規範の尊重」、「人権の尊重」を掲げ、組織にこれらを行動規範として尊重することを求めている。さらに7つの中核主題として組織統治、人権、労働慣行、環境、公正な事業慣行、消費者課題、コミュニティへの参画及びコミュニティの発展を掲げている。

CSRは、その歴史から「社会貢献」と捉えられることがあるが、これらのガイドライン等で示すように、CSRは企業経営の全プロセスの中に環境的配慮、社会的配慮などを組み込むことであり、これをCSR経営や戦略的CSRと呼ぶこともある。また、社会的責任に関する情報開示に関しては、国際的NGOであるGlobal Reporting Initiative(以下「GRI」という。)⁵⁷⁾が策定した「GRIサステナビリティ・レポートニング・スタンダード」(The GRI Sustainability Reporting Standards, GRIガイドライン)があり、CSR情報の開示フレームワークとしての国際的なデファクトスタンダードとなりつつある⁵⁸⁾。

一般財団法人企業活力研究所が東京証券取引所第一部上場企業全社及び第二部上場企業の時価総額上位企業2,000社を対象として行ったアンケート調査⁵⁹⁾では、「CSRに関する国内外のガイドラインについて」という質問で「GRI」、「経団連企業行動憲章」及び「ISO26000」の3つについて回答企業(200社)の50%以上の企業が「活用している」

と答えている。また、「CSRのスタンダードを知っておくため」、「CSR活動全般における現状評価のため」、「CSR活動の取組み水準を向上させるため」ではISO26000と答えた企業が最も多く、「報告書等への掲載により対外的な評価を得るため」ではGRIと答えた企業が最も多かった。

2. ESG情報の開示と課題

ESG投資では、企業が開示するCSRへの取組などの非財務情報からESG情報を取得し、企業価値の評価などに利用する。株式公開企業は、環境報告書やアニュアル・レポートの一部、CSR報告書、Webサイトなどの様々な媒体で広く非財務情報を開示している。特に、企業の社会的な責任に対する認識の高まりとともに多くの企業がCSR報告書を作成・公開するようになり、多くのCSR情報が開示されている⁶⁰⁾。しかし、それらの情報を企業価値の評価に用いる際に課題はないのか。

まず、現状のCSR情報の開示に対する課題としては、情報過多であることが指摘されている⁶¹⁾。CSRに関する情報が網羅的に記載されている報告書があり、企業価値への影響という観点でどの情報が重要なかわかりにくいことや、必要とする情報を探し出すのが大変であるなどの声がある。つまり、企業側が情報開示のために作成している報告書等の内容と投資家が必要としている情報が一致していないということである。

また、CSR報告書等は企業が任意に開示していることから、開示時点によって記載されている項目や内容に差異があり、時系列での比較や他社との比較が困難との指摘もある。

では、その課題解決の糸口はあるのだろうか。その点については、国際統合報告評議会（International Integrated Reporting Council；IIRC）が公表した国際統合報告フレームワークの活用が期待されている。このフレームワークに沿って作成される統合報告書では、企業における価値創造に焦点をあて、財務情報と非財務情報の区

別なく、企業価値に影響する情報が簡潔に示されることになる。しかし、現状では、統合報告書を発行している日本企業はそれほど多くはない。経済産業省が日本企業を対象としたアンケート調査「平成26年度地球温暖化問題等対策調査」（回答企業数423社）⁶²⁾によると、非財務情報の開示で企業が作成している報告書は、「CSRレポート／CSR報告書」が42.3%と最も多く、「環境報告書」が31.2%、「環境・社会報告書」が13.9%であった。情報が一冊にまとまり、ステークホルダーに情報が提供しやすい「統合報告書」は、13.7%にとどまった。統合報告書は経営陣のリーダーシップのもと、各部門が連携して統合的に作成する必要があるとされるが、「「統合報告書」作成のノウハウが十分でないため、作成担当者の負担が増す」ことや「一冊にまとめるために、情報の取捨選択が必要になり、十分な情報が盛り込めなくなる」という点をデメリットとして挙げる企業が多い。統合報告書は、情報を一冊にまとめられることがメリットでありつつ、その作成に当たっての情報の選択に苦労が見られる点がデメリットと言える。

また、第I章で述べたように、開示されたESG情報の信憑性については課題が残っている。東芝のESG情報のように外形的には問題ない場合には、投資家も見抜くことは難しい。また、英国のEU離脱など、少し前までは企業が想定してなかったことが起こった場合には企業への影響は避けられない。よって、リスク管理はどうなっているかについても開示することが必要との指摘がある⁶³⁾。

IV 国内外のESG投資の現状

ESG投資への流れは欧米から始まったが、わが国でも確実に広がりを見せている。本章では、国内外のESG投資の現状について見てみる。

1. 海外での取組

(1) 米 国

米国では、2008年頃には既に国連などが中心に策定したPRIに署名する年金基金や運用基金が増えていた。例えば、2008年4月時点で、米国の代表的な機関投資家であるカリフォルニア州公務員退職年金基金（CalPERS）やカリフォルニア州の教職員退職年金基金であるカルスターズ（California State Teachers' Retirement System：CALSTRS）等が署名しており、オランダのオランダ公務員総合年金基金（Stichting Pensioenfonds ABP）などを含め131機関、運用会社144機関であり、署名機関の運用資金は合計13兆ドルに達している⁶⁴⁾。

米国では、公開企業に対して、非財務情報を開示ルール「Regulation S-K」に基づき開示するよう義務付けている⁶⁵⁾。

2015年4月8日には、S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス（S&P Dow Jones Indices）⁶⁶⁾とESG格付機関のRobecoSAMが、ESG評価に基づく新たなソブリン債指数、S&P ESG Pan-Europe Developed Sovereign Bond Indexを公表した。この新たな指数は、ESGが国の長期的な投資指標において重要な要素となるという前提に基づき、ヨーロッパのソブリン債のパフォーマンスを測定することを目的としている。S&P Dow Jones IndicesでHead of Sustainability Indicesを務めるJulia Kochetygova氏は「我々は投資家にとってESGの重要性が増しつつあるこのタイミングにおいてS&P ESG Pan-Europe Developed Sovereign Bond Indexを発表できることを嬉しく思う」と語り、さらに、「このインデックスは、ESGの観点からよいパフォーマンスを見せている国家は、不安定な市場環境の中でもより低リスクで投資ができる国家だという考えに基づいている。我々はスマートベータ指数作成における我々の経験とRobecoSAMのESGを財務指標と統合するノウハウを結びつけるために彼らと協働できることを嬉しく思う」と

付け加えている⁶⁷⁾。2015年6月24日には、S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスは、新たなSRIインデックスとして、S&P Environmental & Socially Responsible Indexを公表している。

上記のように、米国においてESGは、投資の判断基準として重要視されていることがわかる。

(2) 欧 州

欧州連合理事会は9月29日、EU域内の大企業（従業員500名以上の主に上場企業や金融機関が対象）に対して非財務情報の開示を義務付ける指令を正式に承認した。指令案は欧州議会が2014年の4月15日に採択したもので、同年9月29日に欧州理事会によって正式に承認された。これにより、EU域内の大企業は、マネジメントレポートにおいて、社会、従業員、環境、人権、腐敗防止に関する方針、実績、主要なリスク等、及び取締役の多様性に関する方針について、開示することが義務付けられる⁶⁸⁾⁶⁹⁾。

欧州は2014年初めに世界のSRIの運用資産額の約6割を占めており、運用資産に占めるSRIの比率は約6割に達するなど、SRIが非常に盛んな地域である⁷⁰⁾。

ESG投資の歴史において、2000年の英国年金法改正がESG投資発展の契機となったとされている。英国では2000年の年金法改正により、年金基金の受託者は投資方針書で、投資の種類やバランス、リスク、期待収益率などの他、投資対象の選択・保有・売却の際に社会・環境・倫理を考慮しているか、考慮しているならばどの程度か、についての方針を開示することが義務付けられた⁷¹⁾。この規定は、投資対象の選択・保有・売却の際に社会・環境・倫理を考慮することを直接推奨するものではないが、そのような考慮が認められたとも受け止められ、同規定の発効以降、英国におけるSRIは急拡大したと言われている⁷²⁾。その後、フランス、スウェーデンなど他の欧州諸国においても同様の制度が導入され、欧州におけるSRIの拡大に寄与したと言われている。

フランスは、修道会の年金資金運用に始まり、同国のESG投資は、大陸欧州で最大の資産規模を持っている。また、機関投資家にESG投資の方針策定を要求し、実践状況の報告を義務付けるなど欧州で最も厳格なESG関連の法規制を強いている。労働組合の影響により国際規範によるスクリーニングが中心である。

スウェーデンは、持続可能な社会戦略を国家戦略としており、ESG課題の重要性が広く受け入れられている。よって、経済規模と比較してESG投資の市場規模が大きい。同国においては、公的年金基金がESG投資を主導している。また、同国に本拠を置く北欧全域で活動する大手金融機関の多くがESG投資を採用している。同国が批准するオスロ条約などの国際条約に基づくネガティブ・スクリーニングが最も広く採用されており、国際規範によるスクリーニング、エンゲージメント/株主行動が続いている⁷³⁾。

(3) ESG投資の拡大

世界持続可能投資連合（Global Sustainable Investment Alliance、以下「GSIA」という。）の集計⁷⁴⁾によれば、ESG投資のアプローチ別資産残高は2014年で21.4兆ドルと推計されており、2012年比で61.1%増加している。そして、ESGインテグレーションについては、2014年を2012年と比べると116.6%と大幅に拡大し、運用資金額は13.3兆ドルとなっている。地域別で見ると、ESG投資残高の割合が一番大きいのは欧州（63.7%）である。国別で見ると、米国（30.8%）が投資規模としては最大である。欧州、米国、カナダ（4.4%）を合わせると、99%を占めている⁷⁵⁾。

2. わが国の現状

ESG投資は、欧米を中心に拡大してきており⁷⁶⁾、日本におけるESG投資は限定的だとされてきた⁷⁷⁾。しかし、GPIFが2015年9月にPRIに署名したことにより、国内の機関投資家の間でも注目され始めた。近年では、政府の成長戦略の中で企業のガバ

ナンス改革が課題となり、その中でESG投資が言及される機会も増えた。

わが国においては、2014年2月に日本版スチュワードシップ・コードが、2015年6月には日本版コーポレートガバナンス・コードが導入された⁷⁸⁾。

日本版スチュワードシップ・コード⁷⁹⁾は、コーポレート・ガバナンス強化による経済活性化を図ることを目的に策定された。政府はその狙いについて、「機関投資家が投資先企業との建設的な「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持続的成長を促すというスチュワードシップ責任を的確に果たすことで、顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大、ひいては経済全体の成長を実現する⁸⁰⁾」こととしている。つまり、政府が、強い日本の経済を作るためには、企業価値や資本効率を高め、企業の持続的な成長を促進する必要がある、そのためには機関投資家などによる外部からの働きかけが重要だと考えたものといえる。今後、日本でも、ESG投資が広がる可能性が期待される。

日本版コーポレートガバナンス・コードは、日本版スチュワードシップ・コードと「車の車輪」としてお互いに補完しあいながら機能していくことでわが国のコーポレート・ガバナンスの向上を目指していくとの考えがとられているものである。日本版コーポレートガバナンス・コードは、実効的なコーポレート・ガバナンスの実現に資する主要な原則を取りまとめたものであり、これらが適切に実践されることは、それぞれの会社において持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のための自律的な対応が図られることを通じて、会社、投資家、ひいては経済全体の発展にも寄与することとなるものと考えられる。

さて、ESG投資の拡大の要因の1つがPRIの署名機関が増えたことであることは上述したが、ほかにはどのような要因があるだろうか。この点については、CSRなどに関する意識の高まりなどから企業によるESG情報の開示が進んできたこと

や、かつてはSRIの専門調査会社を中心となってESGに関する情報提供などのサービスを行っていたが、メインストリームの投資に関する株式指数(インデックス)や情報等の提供を行うサービスプロバイダによるESG情報等の提供開始などで、投資家がESG情報を得る機会が増えたことが挙げられる⁸¹⁾。さらに、ESG投資の拡大の背景としては、企業価値に関する財務情報の説明力の低下や、ESG情報と企業パフォーマンスとの関係の分析の蓄積があるとの考えがある。ESG投資は、投資から得る収益の向上や安定性を高めるためにESG情報を活用する投資である。よって、投資判断にESG情報も加味することが投資パフォーマンスの安定性の向上などにつながることを期待して、これまでのSRIの投資家だけでなく、様々な投資家が企業価値の評価にESG情報の分析を加えるようになってきたことが、ESG投資の拡大につながっている⁸²⁾。

では、どのようにしてESGに配慮するのだろうか。まず乗り出したのが「エンゲージメント」という方法である⁸³⁾。エンゲージメントは、投資する企業と対話をし、ESGの課題に意見を述べたり進言することでESGの取組を促進するものである。GPIFはこの最初の1年間、委託する運用期間を通じて幅広く日本企業にESGエンゲージメントを行ってきた。そして、次のステップへと進んだ。ESGに優れた日本企業を構成銘柄とする株価指数(インデックス)を新たに作り、そうした企業への選択的な投資に乗り出した⁸⁴⁾。この動きにより、日本企業のESG投資は一気に加速した。GPIFから委託を受けた運用機関がESGに配慮した投資を進めただけでなく、企業年金連合会など他の年金基金も追随したためである。

以下、今後ESG投資拡大がどのように期待できるか、またESG投資に関する課題について述べる。

- (1) わが国におけるESG投資拡大への期待
わが国では、機関投資家によるSRIは限定的で

あり、欧米に比べるとESG投資は広がっていないとされているが、これまでは日本のSRIやESG投資の市場規模に関する広範で一般に入手可能な調査結果はなかった。したがって、日本のSRI市場規模の実態を知ることは困難だったが、2016年1月に社会的責任投資フォーラム(JSIF)が、日本の機関投資家によるサステナブル投資のアンケート調査の結果を発表した。この調査によると、サステナブル投資の合計額は約26.7兆円で、回答機関の運用資産総額に占める割合は11.4%とされている。また、世界の運用資産に占めるSRIの比率は30.2%で、米国では17.9%、欧州では58.8%とされており、日本のSRIは欧米に比べると限定であると言える⁸⁵⁾。第2回の同調査では、31機関(年金基金、アセットマネジメント会社など)から回答があり、前回比2.1倍の56.3兆円になっている⁸⁶⁾。

これまでも、日本のSRIの拡大が期待される取組は始まっていた。例えば、資産を保有する側では2010年12月に「ワーカーズキャピタル責任投資ガイドライン」が公表されている。ワーカーズキャピタルとは、労働者が拠出した、ないしは労働者のために拠出された資金のことである。最も代表的なものが年金基金である⁸⁷⁾。このガイドラインは、ワーカーズキャピタルの運用に関して、財務的要素に加え、ESG要因も考慮することで公正で持続可能な社会形成に貢献することを目的としている。また、資産を運用する側では、2011年10月に「持続可能な社会の形成に向けた金融行動原則(21世紀金融行動原則)」⁸⁸⁾が公表されている。これは、日本の金融機関等によるESGを考慮した金融行動に関する原則であり、機関投資家についてはESG課題を投資判断要素として考慮することなどが示されている。しかし、これらの取組にも関わらず、日本のSRIは欧米ほどには広がっていない。

(2) ESG投資に関する今後の課題

GPIFがPRIに署名し、「ESGの取組みに係る基本方針」において、「投資先企業におけるESGを

適切に考慮することは、この『被保険者のために中長期的な投資リターンの拡大を図る』ための基礎となる『企業価値の向上や持続的成長』に資するものと考え」と述べたことにより、ESG要因を考慮することが投資パフォーマンスの向上につながるかと期待される。

よって、国内の機関投資家の間でもESG投資が注目されているが、今後の課題として何があるだろうか。まず、機関投資家によるESG投資において、ESG要因を考慮することが投資リターンの向上に寄与するか、また寄与するならばどれほどのものかを検証する必要がある。ESG投資では、単一のESG要因のみで企業を評価するのではなく、財務情報や環境（E）、社会（S）、ガバナンス（G）の情報を用いて企業価値や企業の成長性などを評価し、ポートフォリオを構成する。しかし、そのためにはまず、ESG要因と、企業価値やリターンとの関係性を検討し、ESG要因を用いた企業評価の手法を確立することが必要と考えられる。そして、財務情報による企業評価とESG要因による企業評価をどのように統合することが投資パフォーマンスの向上に寄与するかを検証していくことが必要だろう。

ESG投資の拡大については、ESG投資に向けたデータベースを拡充するとともに、わが国におけるESG投資のパフォーマンスについての実証研究を積み重ねることが求められる。実証研究を蓄積することで、ESG投資の運用手法や投資パフォーマンスなどについての合理的な説明を可能とすることがESG投資の拡大につながると考えられる⁸⁹⁾。

年金シニアプラン総合研究所が1430基金を対象（回答は、その内の250基金）に過去に行ったアンケート調査⁹⁰⁾によると、ESG投資が進展する条件として、「他の運用手法に対してパフォーマンス上の優位性が明確になること（38.0%）」、「検討に値する十分な機関の運用実績ができること（37.2%）」、「社会的な関心や要請が高まり、無理なく採用できる環境が整うこと（31.2%）」、が上位を占

めている。また、「税制などを通じESGに配慮した企業活動促進の政策が行われること（22.4%）」、「投資先となる企業がESGに関する情報開示を進めること（14.0%）」など、制度設計についても必要という意見が多く見られる。

この点については、2015年に導入された日本版スチュワードシップ・コードや「日本版コーポレートガバナンス・コード」に期待できよう。

日本版スチュワードシップ・コードは、機関投資家に対して投資先企業の中長期的な成長を促すために求められるソフトローである。同コードの指針3-3で、機関投資家は「把握する内容としては、例えば、投資先企業のガバナンス、企業戦略、業績、資本構造、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、非財務面の事項を含む様々な事項が想定されるが、特にどのような事項に着目するかについては、機関投資家ごとに運用方針には違いがあり、また、投資先企業ごとに把握すべき事項の重要性も異なることから、機関投資家は、自らのスチュワードシップ責任に照らし、自ら判断を行うべきである。その際、投資先企業の企業価値を毀損するおそれのある事項については、これを早期に把握することができるよう努めるべきである」とし、機関投資家が企業の状況を把握する内容例としてESGに言及している。

日本版コーポレートガバナンス・コードは、上場企業が守るべき行動規範を示したソフトローである。同コードの「基本原則2考え方」で「近時のグローバルな社会・環境問題等に対する関心の高まりを踏まえれば、いわゆるESG（環境、社会、統治）問題への積極的・能動的な対応をこれらに含めることも考えられる」、また、「原則2-3. 社会・環境問題をはじめとするサステナビリティを巡る課題」では「上場会社は、社会・環境問題をはじめとするサステナビリティ（持続可能性）を巡る課題について、適切な対応を行うべきであ

る」とし、企業が取り組むべき課題として ESG に言及している。

V おわりに

わが国は、ESG という新たな評価価値とともにコーポレート・ガバナンス改革をまた一歩先に進めようとしている。その一歩が着実なものであるためには、CSR の推進及び ESG 情報が企業の長期的成長にプラスであるという考え方により、わが国における ESG 情報の開示の流れはさらに加速させるべきである。ESG という発想は、株主権論への反発が強いわが国において、反発を避けつつ、国際的なコーポレート・ガバナンスの潮流に国内の議論を上手く軟着陸させる上での「落とし所」として作用したという側面も全くないわけではないただろう。だからこそ、ESG 情報開示が単なる CSR の表示にとどまることは ESG 投資の魅力は減少し、ESG 情報が有益な投資情報でなくなる可能性があるため避けるべきである。

ESG 情報開示は、企業価値の長期的な向上を予測させるようなものであるべきである。加えて、企業が短期的な利益に翻弄されず、持続可能で強靱な企業であるようにプラスに作用するものでなければならない。もちろん、中長期的な利益の獲得を狙うインセンティブになるような情報開示の枠組みとしなければならない。そのような ESG 情報開示制度が、ESG 投資の側面においても長期的なリターンにつながるといえる。

そのためには、ESG 開示を単なる企業の倫理的側面についての情報開示に留めたり、情報を偏らせたりすることなく、人権、社会、ガバナンスの各情報を総合的に報告させなければならないし、ESG 情報開示の枠組みを統一することも必要である。企業ごとの ESG 情報の比較が容易になれば、ESG 投資のさらなる活発化が期待できる。

近年、日本においては、企業サイドのコーポレートガバナンス・コード、投資サイドのステewardシップ・コードが適用され始めた。しかし、

両コードは、法的義務はないソフトローである。よって、投資家及び企業側も、ESG 情報開示のメリットを活かして、これまで投資判断の材料としてはあまり注視されてこなかった人権や社会面においても自主的な開示を行い、中長期的な投資を呼び込める体制づくりを進めていくことが必要と思われる。

これからの日本企業は、ESG 開示をすることで日本国内に限らず、グローバルなステージでの活躍が限りなく期待できるはずである。その将来的な結果を踏まえ、企業がこれからの社会においてどのように発展するかについては、今後の課題としたい。

- 1) 「サステナブル投資残高調査2016」日本サステナブル投資フォーラムホームページ (<http://www.jsif.jp.net/>) 参照。
- 2) 年金積立金管理運用独立行政法人ホームページ (http://www.GPIF.go.jp/topics/2015/pdf/0928_signalatory_UN_PRI.pdf) 参照。
- 3) 棚橋俊介ほか「PE投資における PRI (ESG) の現状と有効な活用法」(『年金と経済』Vol.30 No.4, 2012年) 37頁、星野聡子ほか「グローバルな ESG 投資の潮流と日本の展望」(『三菱 UFJ 信託資産運用情報』2016年1月号) 1頁。
- 4) SDGs は、17のゴール(目標)、169のターゲット及び約230のインディケ이터からなる。
 - Goal1 : No Poverty/ 貧困をなくそう
 - Goal2 : Zero Hunger/ 飢餓をゼロに
 - Goal3 : Good Health and Well-being/ すべての人に健康と福祉を
 - Goal4 : Quality Education/ 質の高い教育をみんなに
 - Goal5 : Gender Equality/ ジェンダーの平等を実現しよう
 - Goal6 : Clean Water and Sanitation/ 安全な水とトイレを世界中に
 - Goal7 : Affordable and Clean Energy/ エネルギーをみんなに、そしてクリーンに
 - Goal8 : Decent Work and Economic Growth/ 生きがいも経済成長も
 - Goal9 : Industry, Innovation and Infrastructure/ 産業と技術革新の基盤をつくろう

- Goal10 : Reduced Inequalities/ 人や国の不平等をなくそう
- Goal11 : Sustainable Cities and Communities/ 住み続けられるまちづくりを
- Goal12 : Responsible Consumption and Production/ つくる責任, つかう責任
- Goal13 : Climate Action/ 気候変動に具体的な対策を
- Goal14 : Life Below Water/ 海の豊かさを守ろう
- Goal15 : Life on Land/ 陸の豊かさを守ろう
- Goal16 : Peace, Justice and Strong Institutions/ 平和と公正をすべての人に
- Goal17 : Partnerships for the Goals/ パートナーシップで目的を達成しよう
- Goalの詳細については、国連広報センターホームページ参照。(http://www.unic.or.jp/activities/economic_social_development/sustainable_development/2030agenda/)
- 5) 経済同友会ホームページ (https://www.doyukai.or.jp/policyproposals/articles/2016/pdf/170323a.pdf) 参照。
 - 6) 東芝は、2008年度から約7年間で合計1500億円以上の儲けを水増していた。この不正会計問題で株価が下落して損害を受けたとして、東芝と田中久雄前社長ら歴代3社長を含む旧経営陣5人を相手取り、賠償を求める訴訟は2017年4月現在で17件あり、計約300億円が請求されている。2016年には、GPIFが信託銀行などを通じて約130億円の損害賠償を求めて提訴したほか、個人株主や機関投資家も東芝を相手取った訴訟を起こしている。
 - 7) 日経エコロジー (日経BP社、2017年4月号) 18頁。
 - 8) 中嶋幹「我が国のESG投資の現状」(『月刊資本市場』No.373、2016年9月) 45頁。
 - 9) 飯塚真「ESG投資と受諾者責任」国士舘大学比較法制研究所『比較法制研究』(第35号、2012年) 7頁。
 - 10) 寺山恵「これからの投資責任」(『NFIリサーチ・レビュー』、2013年6月号) 2頁。
 - 11) 中嶋・前掲注8) 45頁。
 - 12) 中嶋・前掲注8) 45・46頁。
 - 13) 伊藤正晴「ESG投資とは何か」ESG投資を考える第1回 (ESGの広場 http://www.dir.co.jp/research/report/esg/esg-place/esg-investment/20151214_010432.pdf) 参照。
 - 14) 国連グローバル・コンパクト (UNGC) は、各企業・団体が責任ある創造的なリーダーシップを発揮することによって、社会の良き一員として行動し、持続可能な成長を実現するための世界的な枠組み作りに参加する自発的な取組である。詳細については、グローバル・コンパクト・ネットワーク・ジャパンのホームページ (<http://ungcjin.org/gc/index.html>) を参照。
 - 15) 国連環境計画・金融イニシアティブ (UNEP FI) は、昭和47年ストックホルム国連人間環境会議で採択された「人間環境宣言」および「環境国際行動計画」の実行機関として同年の国連総会決議に基づき設立された国連の補助機関である国連環境計画 (UNEP) とおよそ200以上の世界各地の銀行・保険・証券会社等との広範で緊密なパートナーシップである。平成4年の設立以来、金融機関、政策者、規制当局と協調し、経済的発展とESG (環境・社会・ガバナンス) への配慮を統合した金融システムへの転換を進めている。
 - 16) 寺山・前掲注10) 4頁。
 - 17) 伊藤・前掲注13)。
 - 18) 中嶋・前掲注8) 46・47頁。
 - 19) 物江陽子「ESG投資の市場規模」ESG投資を考える第3回。大和総研ホームページ (http://www.dir.co.jp/research/report/esg/esg-place/esg-investment/20160112_010518.pdf) 参照。
 - 20) 塩瀬恵「ESG開示上手な伝え方 第1回 ESG投資の高まり」(『企業会計』2017 Vol.69 No.3) 70頁。
 - 21) 物江陽子「国連責任投資原則 (PRI)」ESG投資を考える第2回。大和総研ホームページ (http://www.dir.co.jp/research/report/esg/esg-place/esg-investment/20151228_010491.pdf) 参照。
 - 22) PRIホームページ (<https://www.unpri.org/>) 参照。
 - 23) PRI・前掲注22)。
 - 24) 物江・前掲注21)。
 - 25) PRI・前掲注22)。
 - 26) 年金積立金管理運用独立行政法人・前掲注2)
 - 27) 物江・前掲注21)。
 - 28) 「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 (平成28年、3月) 5頁。内閣府ホームページ (<http://www.gender.go.jp/policy/mieruka/company/pdf/16>)

- 0331_01.pdf) 参照.
- 29) 内閣府・前掲注28).
- 30) PRI・前掲注22).
- 31) 中嶋幹「わが国のESG投資の現状」(『月刊資本市場』2016年6月号, No.373) 48頁.
- 32) G8インパクト投資タスクフォース日本国内諮問会議ホームページ (<http://impactinvestment.jp>) 参照.
- 33) 「【金融】世界と日本のESG投資 ～ Global Sustainable Investment Review 2016まとめ～」(サステナブルジャパンのホームページ <https://sustainablejapan.jp/2017/03/29/gsia-review-2016/26221>) 参照.
- 34) 内閣府・前掲注28) 参照, 伊藤正晴「ESGの主要要因とポートフォリオターン」(『月刊資本市場』2016年11号, No.375) 14頁以下.
- 35) CSVは、ハーバード・ビジネススクールのマイケル・E・ポーター教授によって、提唱された「共通価値の創造」であり、「対立関係に陥りがちな企業と社会の間に、共通の価値を作り出していかなければならない」という考え方である。CSVについては、森恵美「企業の社会的責任(CSR)についての一考察」(大学院研究年報第43号, 中央大学, 2014年2月20日, 91頁以下) 参照.
- 36) 伊藤・前掲注13).
- 37) 伊藤・前掲注13).
- 38) なお, PRIとESG投資の基本理念については, 機関投資家と運用業界の間でさえ理解が十分に共有されていないのではないかと指摘がある。(首藤恵「特集 ESG投資 解題」(『証券アナリストジャーナル』2016年7月号) 2頁.
- 39) 伊藤・前掲注13).
- 40) 今井佑「国際コンプライアンスの研究」(『国際商事法務』Vol.44, No.1, 2016年) 79頁.
- 41) 伊東正晴「ESGとCSR ～期待される企業価値創造プロセスの開示～」ESG投資を考える 第4回.
- 42) 神作裕之「企業の社会的責任: そのソフト・ロー化? EUの現状」(ソフト・ロー研究第2号, 2005年) 91頁. なお, 世界的にみて, 経営者, 労働者の同業者及び同僚に対する責任に関する見解を最初に示したものとしては「ハムラビ法典(紀元前1700年代)」がある(Jerry W. Anderson, Jr. (1989) “CORPORATE SOCIAL RESPONSIBILITY” 百瀬恵夫監訳『企業の社会的責任』, 白桃書房, 1994年) 40・41頁.
- 43) 神作・前掲注42) 91頁.
- 44) 「持続可能な発展」のためには, (1)環境・生態保護, (2)自然資源保護, (3)必要十分な利益, (4)顧客の満足と価値, (5)道徳と顧客の安全・健康, (6)社会への恩恵, (7)企業とステークホルダーのコミュニケーション, 以上7つの原則があり, これらを守ることで企業の持続が可能となると考えられている。(岡本享二『CSR入門』, 日本経済新聞社, 2012年) 18・19頁.
- 45) 「ヨーロッパとアメリカのCSR展開の背景」独立行政法人労働政策研究・研修機構ホームページ参照.
- 46) 藤井敏彦『ヨーロッパのCSRと日本のCSR』(日科技連出版社, 2005) 22頁.
- 47) 藤井・前掲46) 25頁.
- 48) 濱口桂一郎「EUにおける企業の社会的責任をめぐる政策」(『労働の科学』Vol.59 No.11, 2004年) 5・6頁.
- 49) 欧州域内の企業がCSR(企業の社会的責任)の推進のために, 行動規範, 報告書, 社会的責任投資などのCSRツールの透明性や統一性を促進していくことを目的に, 欧州委員会の雇用社会総局と企業総局の両コミッショナーが議長を務め, EUレベルの主体間(産業界, 労働組合, 環境NGO, 社会関係NGO及び途上国問題を扱うNGOなど)において, 経験や先進事例の情報交換を行い, 指針となる共通原則の確立を目指すために開催された (http://circa.europa.eu/irc/empl/CSR_eu_multi_stakeholder_forum/info/data/en/CSR%20ems%20forum.htm参照). その他, 詳細については, 宮前忠夫「EU『企業の社会的責任』フォーラムの最終報告書」(『労働法律旬報』No.1582, 2004年) 参照.
- 50) European Multistakeholder Forum on CSR “Final results & recommendation” 2004.
- 51) 「ヨーロッパとアメリカのCSR展開の背景」独立行政法人労働政策研究・研修機構ホームページ (http://www.jil.go.jp/foreign/labor_system/2006_2/europe_and_america_01.html) 参照.
- 52) ESGリサーチセンター・レポート2013年04月02日「CSRを巡る動き: 公共調達でCSRを促進する」日本総研ホームページ (<http://www.jri.co.jp/page.jsp?id=22954>) 参照.
- 53) 日本経済団体連合会ホームページ (<https://www.keidanren.or.jp/japanese/policy/cgcb/charter.html>)

参照。

- 54) 外務省ホームページ (<http://www.mofa.go.jp/mofaj/gaiko/csr/housin.html>) 参照。
- 55) 国連グローバル・コンパクト (UNGC) とは、各企業・団体が責任ある創造的なリーダーシップを発揮することにより、社会の良き一員として行動し、持続可能な成長を実現するための世界的な枠組み作りに参加する自発的な取組である。詳細については、グローバル・コンパクト・ネットワークジャパンのホームページ (<http://ungcjp.org/gc/index.html>) 参照。
- 56) 宗田英理子「社会的責任に関する手引：ISO26000概要とその利用可能性」(TRC EYE Vol.275, 東京海上日動リスクコンサルティング株式会社2011) (http://www.tokiorisk.co.jp/risk_info/up_file/201106091.pdf) 参照。
- 57) GRIは、民間企業、政府機関、その他の組織におけるサステナビリティ報告書への理解促進とその作成をサポートするNGOである。
- 58) 伊藤・前掲注41)。
- 59) 一般財団法人企業活力研究所「企業の社会的責任に関する国際規格の適切な活用についての研究報告書」(2014年3月) (http://www.bpfj.jp/act/download_file/98193838/94870864.pdf) 参照。
- 60) 伊藤・前掲注41)。
- 61) 他方、日本の統合報告書では、価値創造モデルや資本の概念などを盛り込む一方で、環境や社会などのCSR情報の開示を減らすケースがあるとの指摘もある。(日経エコロジー-2016年10月号) 68頁。
- 62) 「平成26年度地球温暖化問題等対策調査報告書」6頁以下。経済産業省ホームページ (http://www.meti.go.jp/meti_lib/report/2015fy/000622.pdf) 参照。
- 63) 塩瀬恵「ESG開示 上手な伝え方 第2回 リスク情報は具体的に」(『企業会計』2017 Vol.69 No.4) 138頁。
- 64) 宮井博「ESGファクターのパフォーマンス効果研究サーベイ」(『NFIリサーチレビュー』2008年5月号) 5頁。
- 65) 今井・前掲注40) 79頁。
- 66) S&Pダウ・ジョーンズ・インデックスは、S&Pグローバルのグループ会社であり、指数ベースのコンセプトやデータおよびリサーチを提供している。
- 67) 詳細については、S&P ESG Pan-Europe Developed Sovereign Bond Index Launched by S&P Dow Jones Indices and RobecoSAM のリリース (<http://www.robecosam.com/images/150408-sp-ESG-pan-europe-developed-sovereign-bond-index-en-vdef.pdf>) 及び「【ヨーロッパ】S&Pダウ・ジョーンズ・インデックスとRobecoSAM、欧州のソブリン債ESGインデックスを公表」(CSRコミュニケーション2015年04月23日版) CSR Communicate のホームページ (<http://www.CSR-communicate.com/global/20150423/CSR-29066>) 参照。
- 68) 今井・前掲注40) 79頁以下。
- 69) EUでは、第4号会社法指令78/660/EEC(単体決算制度を規定)と第7号会社法指令83/349/EEC(連結決算制度を規定)によって域内企業の財務報告を規定していたが、2013年7月19日発効の新会計指令2013/34/EUに一元化されたことにより、先行の2つの指令は廃止されている。今回の改定は、この会計指令2013/34/EUの改定となる。詳細については、サステナビリティニュースメディア (<https://sustainablejapan.jp/2014/10/05/eu-nonfinancial-transparency/12190>) 参照。
- 70) 物江・前掲注19)。
- 71) 物江陽子「ESG投資と機関投資家」ESG投資を考える 第6回。
- 72) 他方、近年開示の形骸化により、改正年金法がESG投資の本質的な促進にはつながっていないとの指摘もある(財団法人年金シニアプラン総合研究機構「海外年金基金のESGファクターへの取り組みに関する調査研究」(<http://www.nensoken.or.jp/past-research/pdf>) 5頁参照)。
- 73) 「平成27年度事業：資本市場における女性の活躍状況の「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」46頁。内閣府男女共同参画局ホームページ (<http://www.gender.go.jp/policy/mieruka/company/27mierukachosa.html>) 参照。
- 74) Global Sustainable Investment Alliance (2015) “2014 Global Sustainable Investment Review”
- 75) 中嶋・前掲注31) 49頁、伊藤正晴「ESG投資が注目される背景 ～期待される、日本のESG投資の拡大～」ESG投資を考える 第5回(大和総研ビジネス・イノベーションホームページ http://www.dir.co.jp/research/report/esg/esg-place/esg-investment/20160210_010616.html)。

- 76) 物江・前掲注19).
- 77) 伊藤・前掲注34) 14頁.
- 78) スチュワードシップ・コードとは、英国の企業会計等に関する規制当局である財務報告評議会 (Financial Reporting Council, FRC) が制定した規範的文書である。わが国のスチュワードシップ・コードは英国版スチュワードシップ・コードを参考に作られたため、「日本版スチュワードシップ・コード」としている。
- 79) 金融庁が2014年2月に機関投資家の行動規範として発表した「日本版スチュワードシップ・コード」では、機関投資家が把握すべき投資先企業の情報の例として、ガバナンスや社会・環境問題に関連するリスクなどが挙げられた。
- 80) 金融庁「[責任ある機関投資家]の諸原則《日本版SC》～投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために～」(<http://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/index.html>) 参照。
- 81) 伊藤・前掲注75)。
- 82) 伊藤・前掲注75)。
- 83) 日経BP社「日経エコロジー」(2017年1月号) 22頁以下。
- 84) 2017年7月、女性の活躍に着目した指数など3つを選定し、約1兆円の資金を投じた。今後はアクティブ運用や外国株式への拡大も視野に入れる。GPIFによると、新指数は「FTSE Blossom Japan Index」、 「MSCI ジャパン ESG セレクト・リーダーズ指数」、 「MSCI 日本株女性活躍指数」で、ESG投資を始めるに当たって新たに開発された。(REUTERS 2017年7月3日配信)。
- 85) 伊藤・前掲注75)。
- 86) NPO法人日本サステイナブル投資フォーラム2016年6月8日付ニュースリリース「第2回サステイナブル投資残高アンケート」(<http://japansif.com/161108.pdf>) 参照。
- 87) 日本労働組合総連合会(連合)「ワーカーズキャピタル責任投資ガイドライン(改訂版)」日本労働組合総連合会(連合)ホームページ(https://www.jtuc-rengo.or.jp/activity/seisaku_jitsugen/data/201512_workers_capital_handbook.pdf) 参照。
- 88) 21世紀型の新しい持続可能な経済社会を日本が世界に先駆けて構築していくためには、持続可能な社会の形成に寄与する分野への資源配分の充実が不可欠であり、そこでは経済の血液ともいえる金融が極めて大きな役割を担っている。このような問題意識を共有した持続可能な社会の形成を目指す金融機関の指針となり、より積極的な取組の促進と活動の輪を広げるべく、「持続可能な社会の形成に向けた金融行動原則(21世紀金融行動原則)」は平成23年10月に策定され、同年11月から署名が開始された。環境省ホームページ(https://www.env.go.jp/policy/keiei_portal/kinyu/gensoku.html) 参照。
- 89) 伊藤正晴「ESG投資とパフォーマンス」ESG投資を考える 第7回。
- 90) 年金シニアプラン総合研究機構が文部科学省科学研究費補助金を受け、2011年度より3年計画で行った「日本の年金資金におけるESG投資のあり方に関する研究」の一環として行われた調査。(年金シニアプラン総合研究機構 ESG研究チーム「年金基金に対する「ESG投資に関するアンケート調査」(年金と経済 Vol.30 No.4, 2012年) 121頁。)