

FP業務とESG投資

～より良い世界の実現と金融の新たな標準～

ゆうりFP株式会社動画 2022.8.27

佐々木一仁

ご照会先: k-sasaki@mxz.mesh.ne.jp

©Copy Rights All Reserved by Kazuhito Sasaki 2022

はじめに～なぜESG投資を報告のテーマに選んだか？

①人的つながり

- ・元上司がSRI(ESG)をライフワークにしていた。
- ・大学の先輩が長年サステナブル・ファイナンスに従事
→ESG投資の原型に関心を持つようになった。

②業務上のつながり

- ・グループ内でのサステナブル・ファイナンス研究チームに入っていた。
→実際に課題を研究
- ・自動車業界担当が長かった・・・自動車業界にとって環境対応は重要な課題

③国際環境経済研究所の会員

- 金融界を離れてからも動向をウオッチしていた。

1.ESG投資とは？

- E : Environment (環境)
- S : Social (社会)
- G : Governance (コーポレートガバナンス)

→E、S、Gを考慮した投資がESG投資

→金融を利用して、E、S、Gの様々な問題の解決を実現する投資手法。近年急速に拡大。

(メディアなどでも目にする機会が増えている)

・世界のESG投資の残高:35兆3,000億ドル(2020年)

・国内のESG投資の残高:8,962億円(2014年)→336兆396億円(2019年)

※SRI(Social Responsibility Investment:社会的責任投資):イギリスやアメリカで1920年代に始まる投資の類型。ESG投資の原型

2.SDGsとの関連～その1

SDGs (Sustainable Development Goals: 持続可能な開発目標): 2015年の国連総会で採択された「未来のかたち」

①SDGsに至る経緯・・・コフィー・アナン事務総長(任1997～2006年)が産みの親

(a) **MDGs (ミレニアム開発目標)**: 2000年の国連ミレニアム・サミットで採択。国連ミレニアム宣言と1990年代に様々な国際会議で採択された国際目標を統合→2015年までに国際社会が達成すべき目標として8つのゴールと21のターゲット目標を掲げた。

特色: 国際NGOの活動も支援

(b) **国連グローバル・コンパクト**: 2000年に発足。4分野を対象に9の原則(2004年に追加され10原則)を定め、企業に自主的な署名を求めた。発足時に署名したのは46社(欧米42社。日本0)

特色: 国連と企業が直接接点を持ち、対話する。

※コンパクト(compact): 誓約

3.SDGsとの関連～その2

②MDGsと国連グローバル・コンパクトの発展

・2000年にスタートしたMDGsと国連グローバル・コンパクトは独立して相互に無関連で活動が続ける。

※アナン氏は両者を結び付けようとしていた

・MDGs: 国際援助の問題として捉えられていた。主なアクターは政府・国際機関・国際NGOと解されていて、企業が主体的な担い手とはみなされなかった。

→日本では外務省とJICAの役割として捉えられていた。国連グローバル・コンパクトは「企業の自主的な問題」として政府関係者にあまり認知されていなかった。企業も“いわゆるCSR”の範疇に入らない国連グローバル・コンパクトを自分たちとは無関係と認識していた。

※日本におけるCSR(Corporate Social Responsibility: 企業の社会的責任)

経済同友会の決議「経営者の社会的責任の自覚と実践」(1956年)に始まる。その後1980年代に「事業で得た利益を社会に還元する」という意味でのCSR概念が登場。

例: 経団連が提唱した「1%クラブ」、メセナ活動・・・バブル崩壊とともに消え去る

4.SDGsとの関連～その3

③SDGsの採択へ向けた動き

- ・MDGsの目標期限の到来(2015年)により、新たな目標を立てる必要
- ・2012年ごろから新たな目標を策定する動きが始まる。
- ・「アジェンダ21」(1992年)・・・「持続可能な開発」も受け継ぐ

④SDGs策定の次期の社会情勢

- ・地球環境問題への関心のさらなる高まり
- ・気候変動問題の重要度への認識の高まり
- ・NGO(非政府機関)の存在の高まり・・・企業と対話するNGOの増加
- ・リーマン・ショックを経て“新しい資本主義のありかた”や“資本主義のあるべき姿”の模索が進む
→“ニュー資本主義”の概念の登場
- ・グローバル企業・大手金融機関への批判の高まり
- ・サステナビリティ経営の拡大

5.SDGsとの関連～その4

⑤SDGs採択とその後の動き

(a)SDGsの採択:2015年9月の国連総会

- ・2030年までに解決すべき17の目標と169のターゲットを定める。
- ・MDGsが途上国の課題解決を意図したのに対して、SDGsは先進国が主体的に取り組むべき様々な課題を網羅。
- ・SDGsの掲げる17の目標は「経済」、「社会」、「環境」の3つに分類される。
→「経済、社会、環境の持続可能性が、同じ土俵で、そして相互依存関係を十分勘案したうえで議論されるようになった」(蟹江憲司慶應義塾大学大学院教授)

(b)日本での動き

- ・SDGs推進本部(本部長:内閣総理大臣)発足:2016年5月20日・・・翌週の伊勢志摩G7サミットを意識
→伊勢志摩サミットで日本政府が打ち出したSDGs貢献策は発展途上国での開発援助や社会貢献策など従来の延長線上・・・日本での認識は欧米と比べて出遅れていた。

6.SDGとの関連～その5

- ・SDGs推進本部第2回会合：SDGsと企業との関係に言及したが、従来のCSRの延長から脱却できない。
 - ・第1回ジャパンSDGsアワード(2017年12月)：企業表彰で経済性を評価尺度に入れず、従来型の社会貢献で企業を表彰
 - ・**経団連「企業行動憲章」の改正**(2017年11月)：政府のSDGs推進を反映。・・・CSRの中での位置づけ
 - ・全国銀行協会「全国銀行協会におけるSDGsの推進体制、および主な取組項目について」(2018年3月)
 - ・日本証券業協会「SDGs宣言」(2018年3月)
 - ・文部科学省学習指導要領を改訂(2017年)：「持続可能な社会の創り手」・・・SDGsを扱う教育を実施(小学校：2020年度、中学：2021年度)
- 日本におけるSDGsの認知の高まり。SDGsの認知度は50%を超える(朝日新聞調査：2020年12月)
- ・**年金積立金運用管理独立行政法人(GPIF: Government Pension Investment Fund)が国連責任投資原則(PRI)に署名(2015年9月)**
- ※**国連責任投資原則(PRI: Principles for Responsible Investment)**：国連グローバル・コンパクトと国連環境計画金融イニシアティブ(UNEP-FI)が共同事務局。各国の機関投資家の参加を得て2006年4月に公表。
- ESG投資のスタート地点(従来のSRIは原型だが、ESGはより国際的・広範な基準や目標、参加者に拡大)

7.SDGsとの関連～その6

・**GPIFがPRIに署名し、ESG投資を本格化させたことで日本でのESG投資が急速に増加・拡大する。**

しかし、ESG投資について「ESG投資は2015年にSDGsとパリ協定ができたことで生まれた投資手法」という誤認識も広まった。

(GPIFがESG投資という日本では新しい概念を企業に説明するのに登場したばかりのSDGsという概念を用いたこと。その結果、「ESG投資はSDGsをうまく活用した企業に投資する手法」というGPIFのメッセージが、経団連などがSDGsに言及したタイミングでメディアや経営陣に届いてしまい、誤認識された。)

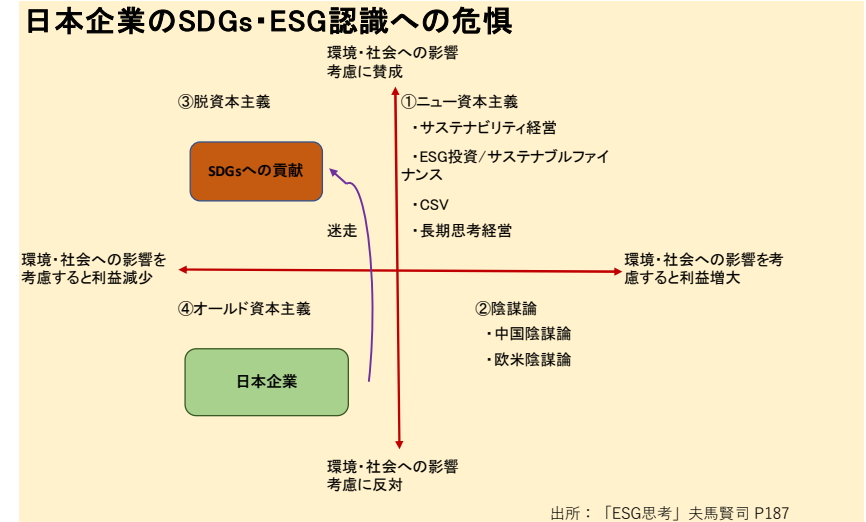
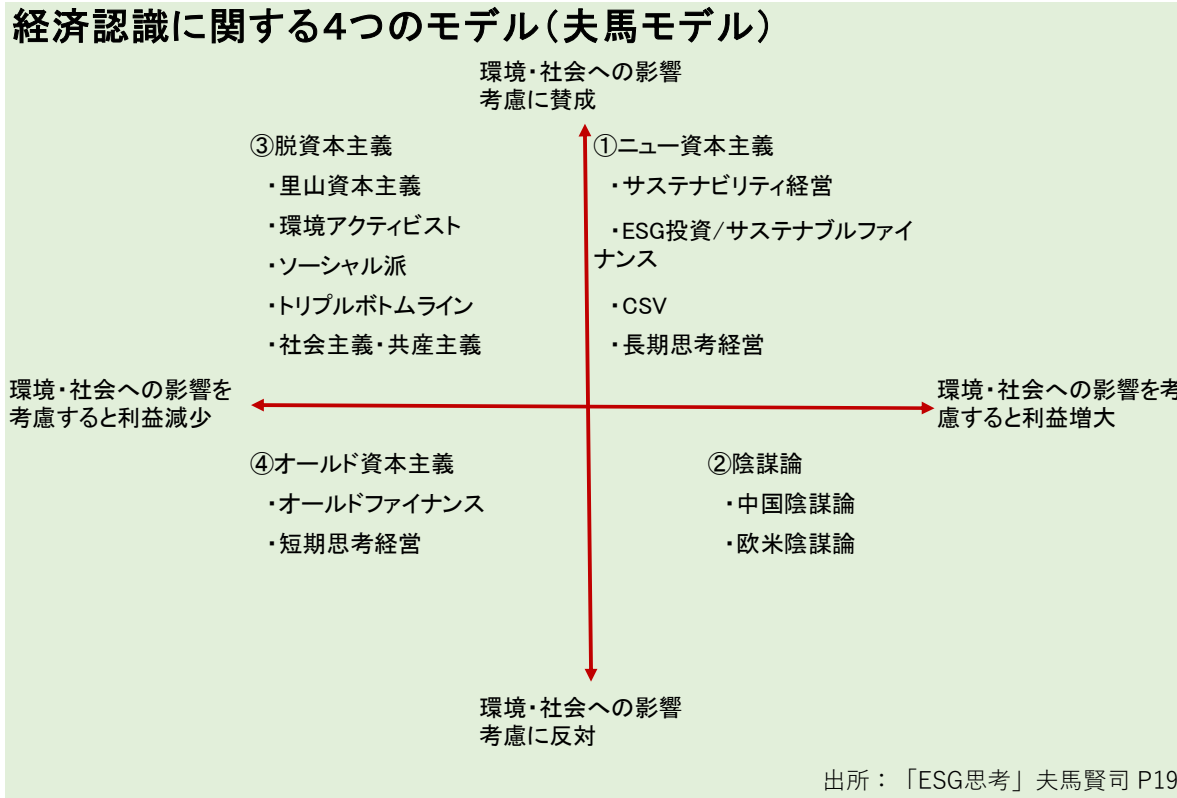
→「ESG投資家は社会貢献の積極的な企業に投資する」という説明や「投資家が利益よりも社会貢献に注目し始めた」という虚構が広まる。

多くの企業も「SDGsに貢献します」というメッセージに終始し、「SDGsの実現に向けた行動がどのような財務価値を生む」かには無関心。

→SDGsやESGは“一過性の流行”に終わらないか？という危惧

※ESG投資はSDGsよりも歴史が古く、独自の発展を遂げてきた(**SDGsとESG投資とは関連しており、ESGはSDGsという目標を達成・実現するための有効な手段の一つ**)。

8.“ニュー資本主義”とは？



9.サステナビリティ経営とは？～その1

1990年頃:従来の社会貢献活動としてのCSRに「環境」の項目が加わる。

- ・モントリオール議定書(1987年)・・・オゾン層とフロンガス
- ・石油タンカー「バルディーズ号座礁事件」(1989年)・・・「バルディーズ原則」(NGOが企業に取り組みを求める)
- ・国連環境開発会議(地球サミット:1992年)・・・「リオ宣言」、「アジェンダ21」、「気候変動枠組条約」など
→「持続可能な開発」、「サステナブル」、「サステナビリティ」の登場
- ・「ISO14001(環境マネジメントシステム)」(1996年)
- ・「京都議定書」(1997年)
- ・サステナビリティ報告書のガイドライン「G1」発行(2000年)・・・国際機関、NGO、企業、監査法人の協働
- ・「CHGプロトコル」策定(2001年)・・・企業の排出する温暖化ガスの産出量算定ルール・・・NGO、企業、監査法人の協働
→日本では「環境報告書」が単独で取り上げられたのに対して欧米では環境と社会をまとめた「サステナビリティ報告書」が主流に

※日本

- ・「経団連地球環境憲章」(1991年)、「環境報告書作成ガイドライン」(1997年)、経団連「企業行動憲章」(2002年)

10.サステナビリティ経営とは？～その2

①リーマン・ショック(2008年)の影響

(a) 日本企業の行動

- ・激しいコスト削減の動き

→CSR部門にもコスト削減の動きが広がり、短期収益追求に拍車がかかる

※上場企業に四半期決算が義務化(2006年)

(b) 欧米企業の行動

- ・サステナビリティ経営の強化・・・CSRへの注力

背景)

- ・社会からの企業への激しい批判に対して「自社の社会的信頼の回復」

- ・「自社のサステナビリティ」に対する不安

→「社会価値」と「環境価値」を高めつつ、同時に「株主価値」を高める経営の必然性

- ・CSRという概念からの進化・成長

- ・「長期的視野」に立った経営の重要性の認識・・・特にCFOがサステナビリティを意識するように

- ・「CSV経営」という概念の登場(2011年)・・・マイケル・ポーター「共有価値(CSV)の創造」

※ポーターは概念自体は2006年に発表している。

→「**これからの企業には社会貢献活動としてのCSRではなく、企業の長期的成長のための新たなアクションが必要**」

11.サステナビリティ経営とESGの融合

①リーマン・ショック後の欧米の企業経営と機関投資家の行動

・サステナビリティ経営は「社会価値」、「環境価値」、「株主価値」を同時に追求する長期的思考経営。

・ESG投資は株主利益の最大化を追求しつつ、「社会価値」、「環境価値」の最大化も目指す。

→従来からの「トリプル・ボトム・ライン」思考を脱却

・リーマン・ショック後の金融規制で「投資銀行」が規制される。・・・自己売買のシェアが低下

→機関投資家の存在がますます大きくなる。

参考)「年金基金社会主義」(ピーター・ドラッカー「見えざる革命」)

・機関投資家が受託者責任を果たすためにはESGの思考が不可欠と認識されるようになった。

※受託者責任・・・ERISA法とUNEP-FIの2つに立脚

②サステナビリティ経営とESG投資のマッチング

・CSV経営を目指す企業の選別、ESGが押すサステナビリティ経営

→ESGが“一過性の流行”で終わらない流れに

12. ESG投資の歴史～その1

① ESG投資の原型としてのSRI

- ・17世紀イギリスに起源。1920年代にアメリカで広がる。
- キリスト教の倫理を強く反映(1920年代のアメリカは禁酒法の時代)
- ・“倫理的な投資”を求める動きの拡大・・・主にキリスト教系の投資家
- ・1980年代の規制改革・・・受託者責任を巡る改革(ERISA法の解釈)
- ・環境問題への関心の高まり・・・エコファンドの登場(1985年)
- ・SRIに用いられる指標の誕生

例)「ドミニ400ソーシャルインデックス」(1990年)、「ダウ・ジョーンズ・サステナビリティ・インデックス・ワールド」(1999年)、「FTSE4Good」(2001年)

- ・企業年金ファンドでのSRIの採用・・・イギリス1995年年金法(2000年より施行)、

② 日本でのSRIの登場

- ・SRI概念の導入
- ・CSRを求める動きの高まり・・・2003年は日本における“CSR元年”
- ・SRIファンドの登場・・・“エコファンド・ブーム”、企業が相次いで環境報告書を作成・公表する時流にも乗った。

例)日興エコファンド(1999年8月設定)

13. ESG投資の歴史～その2

③日本におけるSRIの行き詰まり

・「SRI=エコファンド」という認識。一時期のエコファンド・ブームが終わる。

→欧米からの“輸入品”であったエコファンドの限界

(日本独自のSRIの尺度・基準が作れなかった。明確なパフォーマンスの測定ができなかった。従来型のCSRの延長線上にしかない日本企業の認識。運用会社や販売会社も“見栄え”や“世間体”を重視した。)

④責任ある投資を求める動きの高まり

(a) 欧米ではSRIが2000年代中頃に停滞したことで進化の方向を探る

→「利益の追求ではなく、環境・社会への配慮」から「環境・社会を考慮すれば利益は増える」(機関投資家と評価機関側の思考の一致)

(b) UNEP(国連環境計画)の活動の蓄積

・国連地球サミット(1992年)での「アジェンダ21」の採択、「環境と持続可能な発展に関する 銀行声明」

→国連の計画を実現するために金融機関と積極的に対話して、活動に取り込んでいく姿勢を打ち出す・・・当時のNGOとは対照的

・「環境と持続可能な発展に関する保険声明」(1995年)

・「環境と持続可能な発展に関する金融機関声明」(1997年)

→「国連環境計画・金融イニシアティブ(UNEP-FI)」の発足(2003年)

14.ESG投資の歴史～その3

・「社会、環境、コーポレートガバナンス課題が株価評価に与える重要性(マテリアリティ)発表」(2004年)・・・UNEP-FIに加盟した資産運用会社が策定

・ESGと運用パフォーマンスを共に追求することが機関投資家の受託者責任であるという法的解釈が受け入れられていく

⑤国連責任投資原則(PRI)の発表(2006年)

- 1.投資分析と意思決定の過程にESGの課題を組み込む
 - 2.株式の所有方針と慣習にESG問題を組み入れる
 - 3.投資対象にESG課題について適切な開示を求める
 - 4.資産運用業界に、PRIの受け入れ・実行をはたらきかける
 - 5.PRIの実行の効果を高めるために協働する
 - 6.PRIの活動や進捗状況に関して報告する
- ESGという言葉が初めて世に出た。

⑥金融行政とSDGs・ESG

・「責任銀行原則(Principles for Responsible Banking)」(2019年)・・・PRIの銀行版

→「SDGsは企業や経済の持続的成長と安定的な資産形成等による国民の厚生増大を目指すという金融行政の目標に合致する」(金融庁「金融行政とSDGs」)

15.ESG投資の歴史～その4

⑥PRIに署名する機関投資家の増加

日本の署名済機関投資家・サービスプロバイダー:96(2021年8月)

2006年	50の機関投資家(資産2兆ドル)でRPI発足 アセットオーナー:カリフォルニア州職員退職年金(カルパース)、イギリス大学退職年金制度、キッコーマン企業年金基金、ミュンヘン再保険、損保ジャパン日本興亜など 運用会社:アムンディ、BNPパリバAM、住友信託(現三井住友信託)、三菱UFJ信託、みずほ信託、大和証券投資信託委託、ニッセイAM、
2007年	運用会社:JPモルガンAM、日興AM、太陽生命
2008年	アセットオーナー:カリフォルニア州教職員退職年金(カルスターズ) 運用会社:ブラックロック、りそな銀行
2009年	アセットオーナー:韓国国民年金基金 運用会社:ノーザン・トラストAM
2010年	アセットオーナー:リーガル&ゼネラル 運用会社:キャピタル・グループ、三井住友AM(現三井住友DS AM)
2011年	アセットオーナー:アリアンツ、セコム企業年金基金 運用会社:ピムコ、ゴールドマン・サックスAM、野村AM、東京海上AM
2012年	アセットオーナー:アクサ、東京海上日動 運用会社:ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ、リーガル&ゼネラル・インベストメント・マネージメント、ウェリントン、T&D AM、損保ジャパン日本興亜AM
2013年	運用会社:朝日ライフAM、DIAM(現アセットマネジメント One)
2014年	運用会社:ヴァンガード
2015年	1,400機関超(60兆ドル) アセットオーナー:GPIF、第一生命、上智学院、MS&AD

PRI署名機関投資家数(2018年)

国	数	比率	前年比
アメリカ	464	24.52%	22%
イギリス・アイルランド	394	20.82%	22%
ノルウェー	204	10.78%	16%
フランス	203	10.73%	12%
ドイツ・オーストリア・スイス	188	9.94%	17%
ベルギー	170	8.99%	19%
オーストラリア・ニュージーランド	169	8.93%	8%
カナダ	125	6.61%	14%
南欧	112	5.92%	27%
アフリカ	81	4.28%	6%
日本・中国を除くアジア	76	4.02%	17%
日本	72	3.81%	12.5%
ブラジル	50	2.64%	2.5%
中国	22	1.16%	64%
ブラジルを除くラテンアメリカ	20	1.06%	45%
中東	6	0.32%	0%
合計	1,892	100.00%	-

出所:PRIリアルレポートより作成

16.ESG投資の概念～その1 GPIFの場合



(出所) 国連等より GPIF 作成

出所：GPIF HP

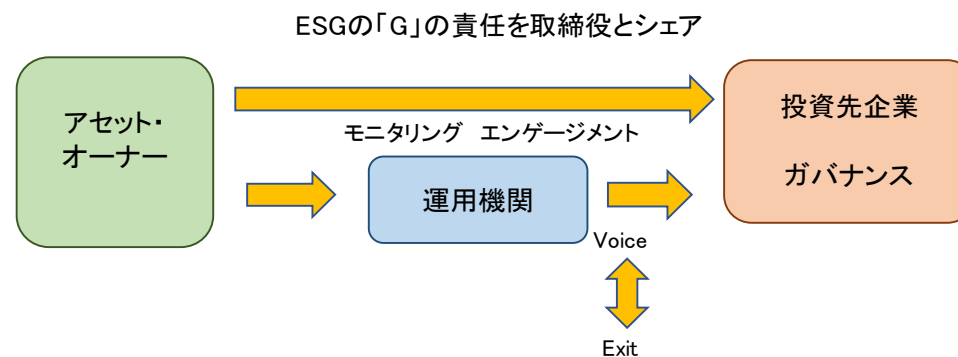
GPIF(年金積立金運用管理独立行政法人): 2006年4月発足。公的年金(国民年金と厚生年金)の積立金の管理・運用を行う。資産総額193兆3,356億円(2021年6月末)・・・世界最大の機関投資家
 運用ポートフォリオ: 国内債券25.39%、外国債券24.72%、国内株式24.49%、外国株式25.41%

GPIFの運用の高度化の柱にESG投資は位置付けられている

17.ESG投資の概念～その2 2つのコード

①スチュワードシップ・コード

・スチュワードシップ・アプローチ:投資先企業のモニタリングとエンゲージメントを通じて、資本の最終的な提供者に利益をもたらすような方法で、投資先企業の長期的な成功を支援すること(The UK Stewardship Code)



②コーポレート・ガバナンスコード

【基本原則2】会社の持続的な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と貢献の結果。これらのステークホルダーとの適切な協働に努めるべき

【原則2-3】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)を巡る様々な課題について適切な対応を行うべきである。

→機関投資家が投資先企業のESGへの取り組みを注視・関与することが必須となる。

18.GPIFにおける運用の高度化とESG投資

- ・GPIF改革と運用の高度化: 国債中心主義からの脱却、運用の専門家の招聘
例: GPIF初代運用担当理事兼最高投資責任者(CIO)の水野弘道氏(2015年就任)がPRIの理事にも就任。
→GPIF改革でESG投資が導入されたのは必然的な流れ。
- ・2017年にはパッシブ運用も開始

The screenshot shows the GPIF website's navigation menu and a main content area. The navigation menu includes: GPIFのご紹介, 年金積立金の運用とは, 管理・運用状況, 運用の高度化に向けて (selected), 調達・規程・情報公開. The main content area is titled '運用の高度化に向けて' and contains a sub-header: '環境・社会・ガバナンス(ESG)を考慮した投資やオルタナティブ投資など、運用の高度化に向けた取組みをご紹介します。' Below this is a grid of links: スチュワードシップ活動, ESG投資 (circled in red), オルタナティブ資産の運用とは, マネジャー・エントリー (株式・債券), マネジャー・エントリー (オルタナティブ資産), インデックス・ボスティング (株式・債券), 調査・研究, and 企業・アセットオーナーフォーラム. On the right side of the page, there are icons for '印刷' (Print), '共有' (Share), and social media links for Twitter and Facebook.

出所: GPIF HP

19.GPIFにおける運用の高度化とESG投資～その2

①GPIFのESG投資に対する見解

(a)SDGsとの関係は？

「運用目的はもっぱら被保険者の経済的利益のためが大前提。あくまで投資リターンの獲得が第1の目的であり、SDGsの17の目標にどう貢献するかという目的での投資はしていない。ESG投資を通じてSDGsの目標達成につながればいいとの認識だ。」

(b)ESGを促進する投資手法は？

「主に3つのルート。1つはESG指数によるパッシブ運用。組み入れの明確なルールや評価手法も開示しているので、企業がどのようなことをすればESG評価が上がるかを理解してもらえる。2つ目はスチュワードシップ(受託責任)活動を通じたESGの促進。3つ目は運用会社にESGを含めた投資先選択を要望している。」

(c)ESG投資において外形的基準だけで判断していいのか？

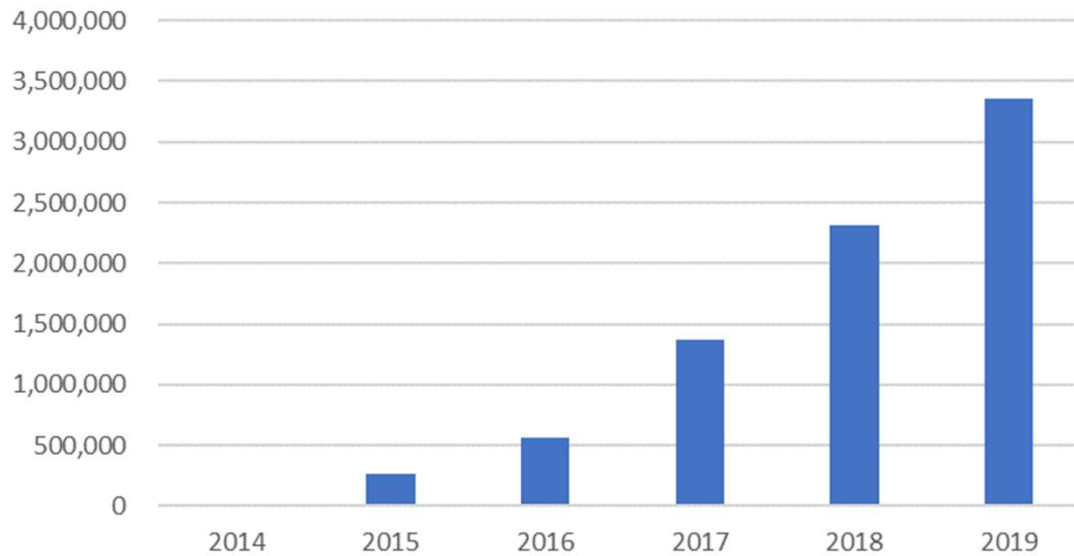
「まずはESGの重要性を企業に分かってもらうことが大切で、そのためにはある程度ルール化したものが必要。だが、必要な情報が十分開示されてはいない。それを改善するうえでパッシブ運用は有用だ。経営資源の配分やどんな優先順位で経営を執行しているかなど企業が質的に十分な情報開示ができるようになれば、ESG投資をアクティブ運用に反映できる。」

(d)評価会社による評価対象のカバレッジや評価基準の課題は？

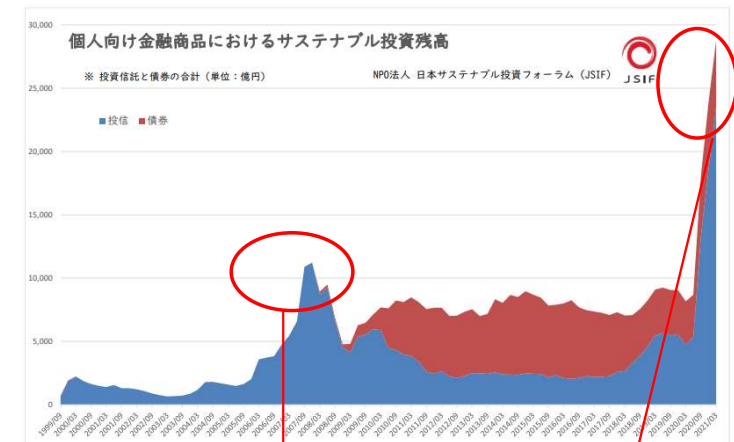
「ESG指数に基づくパッシブ運用は大型株中心になってしまい、収益的にアウトパフォームする機会が限られる。中・小型株も含めて指数構築に反映してもらうことを要望している。評価基準のばらつきは、企業の情報開示が十分ではない、評価自体の歴史が浅いといった問題がある。評価の根拠を開示してもらい企業とも対話を深めて評価の質を改善してほしい。」

20.ESG投資の拡大

国内ESG投資残高の推移



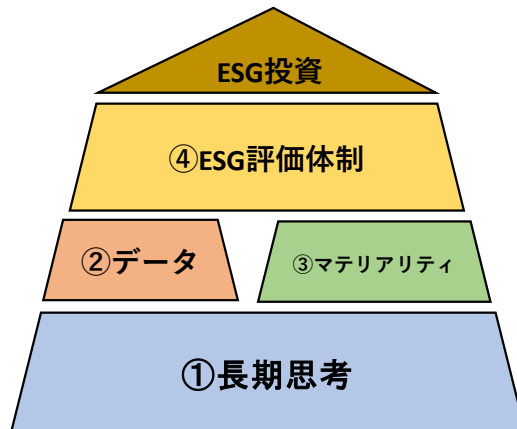
出所: 日本サステナブル投資フォーラム



リーマンショック前と足元で伸びている

21.ESG投資発展のための基盤

ESG投資の基盤構造



夫馬賢治「ESG思考」P107

①長期思考

・投資家サイド：機関投資家はもともと長期投資家が多い

例：保険会社、年金基金

→投資家の「長期思考」が成り立つには投資対象が長期思考であることが重要

・投資対象である企業サイド：経営に及ぼすリスクに「環境」や「社会」の領域のものが多
いことを認識

→企業経営にとって長期的に取り組まねばならないリスクの増大

・長期思考が“投資家と経営をつなぐ”コーポレート・ガバナンスにも影響

②データ

・サステナビリティ—報告書が発展して欧州でESG情報開示の議論が深まる。

→EU非財務情報開示指令(2014年)、イギリス会社法規則改正(2013年)

香港、シンガポール、台湾、インドなども続く。米国企業は自国の規制を先取り

③マテリアリティ(重要性)

・利益が増える環境・社会項目に企業は対処するか？

・投資家は投資先企業の財務に重要な影響を与える環境・社会観点でのリスクやビジネスチャンスを見定める必要がある。

→財務に影響を及ぼすESG項目を特定し、それについて比較・分析を可能にするように各企業に要請、企業はESG項目に対し、目標を設定し、進捗状況を把握・報告

④ESG評価体制

・評価会社も統合・大型化し、「脱資本主義」型から「ニュー資本主義」型へ脱皮

22. ESG投資の手法

- ① **ネガティブ・スクリーニング**・・・特定の業種・企業を投資対象から排除。もともと古くからある手法
- ② **ESGインテグレーション**・・・財務面における投資対象の分析や投資の意思決定のプロセスに系統的にESG要因分析を組み入れる。
- ③ **エンゲージメント**・・・ポートフォリオに保有する企業の経営者に対してESGの改善をはたらきかける。投資家と経営者の対話
- ④ **議決権行使**・・・エンゲージメントでESG要因の改善が進まない場合に株主総会での提案や票決などの行動を取る。
- ⑤ **規範に基づくスクリーニング**・・・国際的な企業行動規範を投資基準とし、その基準に適合しない企業に改善をはたらきかけたり、投資対象から除外したり、売却する。
※ネガティブ・スクリーニングは特定の業種・企業であれば評価を行わずに排除するのに対して、規範に基づくスクリーニングは評価を行った上で投資対象の選択を行う。
- ⑥ **ポジティブ・スクリーニング**・・・投資対象の業種においてESG要因の優れた企業群の中から財務内容の優れた企業を選択する。
- ⑦ **サステナビリティ・テーマ型投資**・・・持続的成長に直接影響する環境・社会問題に焦点を当てて投資を行う。
- ⑧ **インパクト投資**・・・主に非上場企業を対象とした、社会・環境問題の解決を図る投資。

23. ESG投資の基準

資産運用会社が特定するESG分析の基準

	環境	社会	ガバナンス
一般基準	・排出及びエネルギー効率 ・水資源	・雇用慣行 ・労使関係 ・健康と安全	・取締役会の構成率 ・監査と内部統制 ・役員報酬
	・廃棄物管理とリサイクル、生物多様性、環境汚染	・サプライチェーンと顧客 ・製品への責任 ・地域社会への貢献と人権ポリシー	・株主の権利 ・企業倫理・コンプライアンス
セクター基準	・環境対応車(自動車)	・医療へのアクセス(医薬品)	
	・再生可能エネルギー(公益/石油ガス)	・医療倫理(医薬品) ・車両の安全性(自動車)	
	・責任ある森林管理(紙パルプ)	・乗客の安全(運輸) ・情報格差への対応(テレコム)	
	・グリーンファイナンス(銀行)	・データセキュリティ(メディア/ソフトウェア/通信)	
	・グリーン保険(保険)	・ファイナンシャル・インクルージョン(銀行)	
	・グリーン化学(科学)		
	・持続可能な建築(建設/建設材料/不動産)	・責任あるマーケティング(銀行/医薬品/バイオテクノロジー)	
	・包装パッケージ(食品/小売)	・責任あるメディア(メディア) ・身体によい食品(食品)	
	・環境に配慮した事業(電気機器)	・たばこによるリスク(タバコ)	

出所: アムンディ・ジャパン「ESG入門」P49

ESG対話用スコア

総合

	当社	業種平均	全体平均
E			5
S			5
G			5

E(環境)

	当社	業種平均	全体平均
生物多様性			5
環境マネジメント			5
環境会計			5
気候変動			5
グリーン調達			5
組織対応			5
廃棄物・リサイクル			5
環境監査			5
エネルギー削減			5
環境ビジネス			5

S(社会)

	当社	業種平均	全体平均
労働安全・災害			5
人材育成・能力開発			5
人権			5
サプライチェーン			5
勤務制度			5
モチベーション			5
ダイバーシティ			5
ワークライフバランス			5

G(ガバナンス)

	当社	業種平均	全体平均
情報開示			5
汚職防止			5
BCP			5
紛争鉱物			5
CSR対応			5
CSR対応基準			5
品質マネジメント			5
リスクマネジメント			5

出所: アセットマネジメントOne 責任投資部

24. ESG投資の実例

国内ESGファンド純資産額上位15本の比較

順位	ファンド名	運用会社	カテゴリ	基準価格	純資産総額	実質信託報酬	1年リターン	1年シャープレシオ	設定来リターン	設定年月
1	グローバルESGハイクオリティ成長株式ファンド(為替ヘッジなし)	AM-One	グローバル株式・大型	12,010	10,685	1.85	-	-	20.10	2020年7月
2	ペイリー・ギフォードインパクト投資ファンド	三菱UFJ国際投信	グローバル株式・大型	23,156	1,065	1.52	70.47	2.59	131.72	2019年6月
3	イノベティブ・カーボンニュートラル戦略ファンド	三井住友DS	グローバル株式・大型	10,313	1,043	1.93	-	-	3.13	2021年3月
4	野村ブラックロック循環経済関連株投資Bコース	野村AM	グローバル株式・大型	13,229	972	1.83	-	-	32.40	2020年8月
5	野村循環リーダーズ戦略ファンドBコース	野村AM	グローバル株式・大型	12,901	864	1.86	-	-	29.11	2020年10月
6	野村循環リーダーズ戦略ファンドAコース	野村AM	グローバル株式・大型	12,115	812	1.86	-	-	21.25	2020年10月
7	野村ブラックロック循環経済関連株投資Aコース	野村AM	グローバル株式・大型	12,712	738	1.83	-	-	27.23	2020年8月
8	野村ACI先端医療インパクト投資 Bコース 為替ヘッジなし 資産成長型	野村AM	株・ヘルスケア	13,667	716	1.82	23.67	2.19	37.03	2018年10月
9	アライアンス・バーンスタイン 世界SDGs株式ファンド(資産成長型)	アライアンス・B	グローバル株式・大型	11,421	659	1.62	-	-	14.21	2021年7月
10	野村ACI先端医療インパクト投資DBコース 為替ヘッジなし 予想分配金提示型	野村AM	株・ヘルスケア	11,167	518	1.82	23.57	1.19	37.20	2018年10月
11	ニッセイSDGsグローバルセレクトファブ度(資産成長型。為替ヘッジなし)	ニッセイAM	グローバル株式・大型	16,626	488	1.58	40.60	3.26	66.26	2018年5月
12	結い2021	鎌倉投信	日本株式	21,068	478	1.10	10.61	1.22	118.35	2010年3月
13	野村ACI先端医療インパクト投資 Aコース 為替ヘッジあり 資産成長型	野村AM	株・ヘルスケア	13,426	400	1.82	20.18	1.48	34.74	2018年10月
14	世界インパクト投資ファンド	三井住友DS	グローバル株式・大型	14,453	378	1.98	59.79	4.21	106.13	2016年8月
15	ビクテ・エコディスカバーリー・アロケーション・ファンド(年2回決算型)ヘッジなし	ビクテ投信	株・工業	33,063	349	1.80	57.68	2.65	230.63	2009年11月

出所:「週刊東洋経済」2021.7.3

グローバルESGハイクオリティ成長株式ファンド(為替ヘッジなし)の組入上位10銘柄

順位	銘柄	業種	比率(%)
1	マスターカード	情報技術	8.40
2	アマゾン・ドット・コム	一般消費財・サービス	8.00
3	ウーバー・テクノロジーズ	資本財・サービス	7.00
4	HDFC銀行	金融	5.90
5	サービスナウ	情報技術	5.70
6	ビザ	情報技術	5.60
7	ザ・ウォルト・ディズニー・カンパニー	コミュニケーション・サービス	5.50
8	TALエデュケーション・グループ	一般消費財・サービス	5.30
9	アドビ	情報技術	5.20
10	ショッピファイ	情報技術	5.00

出所:アセットマネジメントOne マンスリーレポート

- 日本で販売されているESGをテーマにした投信は
- ・設定されて日が浅いものが多い。
 - ・資産総額は一部を除いてあまり大きくない
 - ・世界の大型株を投資対象としているものが多い
 - ・パフォーマンスが優れているか判断は難しい
 - ・ESGの尺度をどれだけ取り入れているかが不明

25.ESG投資のパフォーマンス～その1

①ESG投資は何故利益をあげるのか？

(a)SRIでよく言われたこと

・環境問題に積極的であったり、倫理的に優れた企業(以下「よい企業」)の製品やサービスは消費者に支持され、成長する。

・「よい企業」は経営上のリスクがそうでない企業よりも少ない。

→「よい企業」への投資はそうでない企業への投資よりもリターンが大きく、リスクも少なくなる。

(一見納得できそうだが、果たして論理的に説明できるか？数字の裏付けなど根拠はあるか？「よい企業」の選別基準は？)

※悪徳ファンド(Vice Fund)

・SRIの投資先企業選別基準の変化:「ネガティブ・スクリーニング」から「ポジティブ・スクリーニング」へ

・第1の波:アルコール・たばこ・ギャンブル・ポルノの排除・・・1920年代～

・第2の波:武器製造とアパルトヘイトの排除:1960年代～

・第3の波:エコファンドの登場:1980年代～

→しかし、純粹にリターンを追求するというより「投資を倫理的なものにする」という色彩が強かった。

26.ESG投資のパフォーマンス～その2

(b) SRIからESG投資へ進化する際に直面した課題

・投資対象の企業を分析する際のデータがない・・・**非財務的な情報を定量化して比較・分析可能にする。**

・企業の長期的価値創造に資する重要項目(マテリアリティ)を見定める

→欧米ではSRIの時代から模索が続けられた。

②ESG投資は従来型の投資よりもパフォーマンスが優れているのか？

(a) ジョージ・セラファイムの研究(2012年)

・アメリカの上場企業180社を対象にして、ESGスコアを基に「高サステナビリティ企業」90社と「低サステナビリティ企業」90社に分類し、株価とROEで比較。→高サステナビリティ企業の方が株価・ROEともに上回った。

(b) 「現代ポートフォリオ理論」からの反論

・ESGスコアは過去のリターンや投資リスクとは全く無関係であり、それを考慮すれば高い投資リターンを得られるというのはナンセンス。

※現代ポートフォリオ理論:投資対象のそれぞれの過去の投資リターンと投資リスクを分析すれば、自ずと投資対象ごとの最適なポートフォリオが構築できる。

(c) 効率的市場仮説からの反論

・ESGスコアを活用しても**超過リターン**を得ることは**不可能**なので広く上場株式全体に分散投資する株式インデックスに連動する**パッシブ運用**をする方が高いパフォーマンスを得られる。

※効率的市場仮説:株式市場での株価にはあらゆる情報が織り込まれているので誰も発見していない有望な投資対象を新たに見つけることはできない。

27.ESG投資のパフォーマンス～その3

(d)リスク低減効果に着目した説(その1:DCF法への影響を考慮する説)

・ESGを考慮することにより、ステークホルダーとの関係が向上するため、リスクが低減し、その結果、リスクプレミアムが低下するので、資本コストも低下する。このため、一般的な株価理論価格算定に用いられるDCF法で評価する際の割引率も低下するため、企業価値が向上し、リターンも大きくなる。

※DCF法(ディスカウント・キャッシュフロー法):将来キャッシュフローを割引率(資本コスト)で割り引いて企業価値を評価する手法

(e)リスク低減効果に着目した説(その2:ステート・ストリート・グローバル・アドバイザリーズの説)

・ESG投資はテール・リスクやボラティリティが低下し、市場全体のベンチマークと同等以上のリターンを得られることが多く、長期的なリスク調整後リターンが高くなることが実証されている。

(f)評価会社の調査(MSCIの調査)・・・明確な優位性はないものの、市場平均レベルは達成。

ESGインデックスのリスク・リターン(米国)

リターン(年率)	3年	5年	10年
MSCI KLD 400 Social index	10.40%	15.52%	7.72%
MSCI USA IMI	10.59%	15.13%	7.76%
リスク(年率)	3年	5年	10年
MSCI KLD 400 Social index	10.43%	9.83%	15.05%
MSCI USA IMI	10.22%	9.72%	15.65%

出所:「証券アナリスト・ジャーナル」2018年1月号

ESGインデックスのリスク・リターン(日本)

2009/11末～2017/10末	年率リターン	年率リスク	リターン÷リスク
MSCIジャパンESGセレクト・リーダーズ指数	12.11%	17.71%	0.684
MSCIジャパンIMIトップ500(親指数)	11.81%	17.30%	0.683
MSCI日本株女性活躍指数	12.51%	16.16%	0.774
(参考)TOPIX	12.17%	17.19%	0.708

出所:「証券アナリスト・ジャーナル」2018年1月号

28.ESG投資のパフォーマンス～その4

(g) みずほ銀行の調査

- ・ESG高評価企業の方が収益性やPBRの平均値が高く、財務指標の安定性も高い。
→ESG高評価企業は高い企業価値を実現している可能性がある。
- ・ESGに積極的に取り組むことで収益性やPBRが上がったとまでは言えない。

ESG高評価企業の業績分析

A群: ESG高評価企業群		平均値 (過去10年)			標準偏差 (過去10年)		
		A群	B群	P値	A群	B群	P値
成長性	売上高成長率	1.62%	1.89%	0.3190	10.60%	12.60%	0.0010
	営業利益率	7.07%	5.97%	0.0001	2.50%	2.81%	0.0035
収益性	当期利益率	4.17%	3.59%	0.0070	2.85%	3.49%	0.0030
	EBITDA Margin	12.71%	9.99%	0.0000	2.85%	3.13%	0.1150
資本効率性	ROA(当期利益ベース)	2.88%	3.05%	0.2840	2.06%	2.70%	0.0000
	ROE	6.30%	5.87%	0.2070	5.69%	7.14%	0.0025
PBR		1.423	1.293	0.0023	39.28%	42.91%	0.1850

P値が低いほど統計的に有意な差がある(ある要因による変動(差異)がある)

出所: みずほ銀行レポート

29.ESG投資の課題～その1

①情報開示の促進:

・非財務情報開示のルール化・共通化、統合報告書の作成、経営者の関与

②評価手法の進化:

・ESG評価機関・ESG評価指標の競争、評価対象の増加による情報の蓄積、ESGアナリストやESG投資部門の育成・強化、パフォーマンス評価の進化・洗練・高度化

③悪意・虚偽(ウオッシュ)の排除:

・見せかけだけのESG、虚偽のESGの排除

例:ドイツ銀行系運用会社の虚偽表示

④運用手法の高度化:

・パッシブ、アクティブ両方の高度化・洗練、ファンドの規模の拡大、運用コストの削減、パフォーマンスの理論武装

⑤国際的なルール・基準策定:

・欧州が先行(EUレベル)。米・英も注力

30.ESG投資の課題～その2

①資産運用会社の視点

企業と投資家が抱える課題の共通性

	企業	投資家
ESGに関する基本的考え	ESGへの取り組みを先行投資ではなくコストとして認識	ESGの長期企業評価ファクターとしての認識が希薄
時間軸の差異	中期計画など財務目標とESGへの取り組みの関連性が希薄	ESGと株価の関連性が希薄との認識
体制整備	対応部署が拡散しており、責任・権限が不明確	ESGを含む非財務情報に関する調査体制整備の遅れ


出所:アセットマネジメントOne 責任投資部

②個人投資家の視点

- ・ESGの浸透
- ・商品特性・運用成績の明示・明確化

主なESGのインデックス

FTSE4Good Global Index
FTSE Blossom Japan Index
MSCI Japan ESG Select Leaders Index.
MSCI Japan Empowering Women Index
S&P/JPX Carbon Efficient Index.
SNAM Sustainability Index.

 GPIFが採用

主なESG投資の評価機関

MSCI	ニューヨーク
FTSE Russell	ロンドン
CDP	ロンドン
S&P Global	ニューヨーク
Sustainalytics	ニューヨーク
Bllomberg	ニューヨーク
Arabesque	ロンドン

出所:日本取引所グループHP

31.ESG投資の将来

①ESG投資の量的拡大

- ・PRI署名機関投資家の拡大・増加・・・機関投資家にとってESG投資はあたりまえになっている
- ・ESGファンド、グリーンボンド、サステナブル・ファイナンスの拡大・増加・発展
- ・個人投資家によるESG投資の選択

②ESG投資の質的拡大

- ・金融機関がSDGsに取り組むことでESGを展開
- ・金融機関が取引先にSDGs・ESGへの取り組みを求めるようになる
- ・ESG評価機関や評価ツール・手法の発展・洗練
- ・投資決定における非財務情報の重要性が増す
- ・企業経営への機関投資家やNGOのコミットメント・・・経営者がESGをますます意識

③ESG投資という概念がなくなる日

- ・ESG投資があたり前になり、“ESG投資”とわざわざ銘打つ必要がなくなる時代が到来する
- “ニュー資本主義”の時代が到来するか？

32.ESG投資はなぜ重要なのか？～その1

- ・SDGs推進は先進国では当然という共通認識、新興国でも受け入れられていく。
→SDGsの実現でESGの果たす役割は大きい。・・・SDGsは目標、ESGは手段・手法
- ・ESG投資は今後も拡大し、あたりまえのことになる。
- ・消費者・投資家のSDGsへの意識の高まり(「買い物は投票」と経営者のESG重視の思考
- ・資本主義のあり方・あるべき姿についての議論の発展・拡大
→ESGは進化を続ける。
- ・ESGは金融の主流になり、フィンテックと並んで金融の競争のメインテーマになる
→「金融機関の生き残りはフィンテックとESGが主戦場」
- ・ESGは広く金融サービス産業(監査法人や法律事務所)のビジネスや雇用を拡大する
※東京の国際金融都市構想
- ・ESGを梃子にした産業構造の転換・新たな技術革新・新しい経済の構築が始まっている。
例)グリーン・ニューディール政策、「2050年カーボンニュートラルに伴うグリーン成長戦略」、中央銀行の金融政策目標、自動車の環境規制
→「ESGを制する者は世界経済の覇権を握る」、ESGは技術革新をもたらす大きな外部要因
- ・ESGのルールを決める国家間の競争は激化・・・ESGは世界の政治・経済の重要なキーワードの一つに
例)EUのタクソノミー(分類法)発表(2019年)

33.ESG投資は何故重要か～その2

・ESGの標準を決める国家間の競争が未来の金融や産業、そして経済や社会、政治など広範な分野に影響を及ぼす。

→新しい世界経済の覇権の争奪戦が始まっている。

・日本はESGを巡る世界の動きに遅れていないか？

SDGsやESGについての正しい認識がなされているか？

企業や政府がそれぞれの果たすべき役割を正しく認識しているか？「他人事」ではなく、「じぶんごと」

① 2019年の国連気候変動サミット:「気候変動問題はセクシーか？」

② 温暖化ガス排出削減目標の設定:他国に比べて遅れた日本の目標(2050年までに実質ゼロ)とその根拠・・・「なぜ2013年比46%削減なのか？」

③ SDGsやESGを一過性の流行として捉えていないか？・・・「日本では毎年CSRのテーマの流行が変わる」

④ ESGを“オールド資本主義”の延長線上で捉えていないか？

⑤ 日本でのESGの司令塔はだれか？

34.FP業務とESG投資

- ・ESGが将来的にはあたりまえのことになる。

→投資や運用、金融機関の行動や提供する商品・サービス、金融政策などもESGが前提の時代が来ており、個人投資家や消費者もESGを理解して、SDGsの実現に繋がる行動を求められる(主体的に実践する)。

- ・ESGが会社経営や雇用にも大きな影響を及ぼすことは明らか。

例)「飛び恥」、「ダイベストメント」、機関投資家・NGOによる株主提案、NASDAQの取締役選任基準

- ・個人投資家の投資行動も変化していく・・・金融庁の政策はESGの推進に合致

- ・FPもESGについて顧客以上に理解し、情報を提供しなければならない。

- ・FPの倫理や行動基準にもESGやSDGsが反映されるようになり、ESGについての高い見識が求められるようになる。(理想・理念と現実・実践との両立・調和が重要なESGはFPの倫理・行動に親和性がある・・・私見)

- ・ESGやSDGsへの取り組みや理解は金融機関やFPを顧客が選別する重要な判断材料になる。

- ・「ESGを知らないFPは時代に取り残される」が「ESGは見識のあるFPにとっては活躍領域をさらに広げる。」

例: 女性FPが上場企業の社外取締役に就任