

# ESG 検討会報告書

平成 29 年 1 月

持続可能性を巡る課題を考慮した投資に関する検討会  
(ESG 検討会)



## ESG 検討会報告書

我が国では、日本再興戦略のもとで、2014年2月に日本版スチュワードシップ・コードが、また、2015年6月にコーポレートガバナンス・コードが、それぞれ策定された。各コードにおいて示されている各原則の適用の仕方は、各コードの適用を受けるそれぞれの機関投資家と企業が、自らの置かれた状況に応じて工夫すべきものとされている。日本版スチュワードシップ・コードには、機関投資家が、投資先企業の中長期的な価値向上を図るために企業の状況を把握するに当たり想定し得る着眼点が示されており、その一つとして、「投資先企業のガバナンス」のほか、「社会・環境問題に関連するリスク」も含まれている。

こうしたもと、2015年9月、世界最大の年金資産規模を持つ年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）が、国連が支持する責任投資原則（PRI）に署名し、これを一つの契機として、我が国でも、環境（Environment）、社会（Social）、ガバナンス（Governance）に関する情報を考慮した投資、いわゆる「ESG投資」に対する認知度や関心は高まる方向にある。

この“ESG”を巡る近年の我が国の動向を踏まえ、「持続可能性を巡る課題を考慮した投資に関する検討会」（ESG検討会）では、2015年10月から計9回にわたる会合を経て、ESG投資に関する基礎的な理解の向上に資することを目指した解説書（ESG解説書）を、特に“E”の観点を踏まえたかたちで別添のとおり作成した。検討の過程では、本検討会委員を中心にヒアリング調査等を行い、その状況を確認しながら議論を深めてきたほか、オブザーバーとして参加された関係機関からご意見をいただいた。また、2016年3月には、ESG投資の普及・啓発を目的として、「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）」<sup>1</sup>との共催によりシンポジウムを開催し、広くメッセージの発信を行った。

今後、インベストメント・チェーンを構成する各主体が、本解説書を効果的に参照しつつ、ESG投資に関する取組を進めていかれるよう、環境省においては、関係者と連携しながら、引き続き、ESG投資の普及・啓発に取り組んでいくことを期待する。

---

<sup>1</sup> 21世紀金融行動原則（署名機関数は250（2016年12月末現在））は、環境大臣の諮問を受けた中央環境審議会の総合政策部会小委員会（環境と金融に関する専門委員会）が2010年6月に取り纏めた報告書「環境と金融のあり方について～低炭素社会に向けた金融の新たな役割～」の提言を踏まえ、金融機関で構成される起草委員会が中心となって策定された。具体的には、地球の未来を憂い、持続可能な社会の形成のために必要な責任と役割を果たしたいと考える金融機関の行動指針として、また、業態、規模、地域などに制約されることなく、志を同じくする金融機関が協働する出発点となるように策定された。同報告書のURLは次のとおり。

<http://www.env.go.jp/council/02policy/yoshi02-11.html>

## 持続可能性を巡る課題を考慮した投資に関する検討会（ESG 検討会）

### 参加者一覧

#### （座長）

北川 哲雄 青山学院大学大学院国際マネジメント研究科 教授

#### （委員）

浅野 昌夫 有限責任監査法人トーマツ 金融インダストリーグループ パートナー<sup>2</sup>

足立 直樹 (株)レスポンスアビリティ 代表取締役

荒井 勝 NPO 法人日本サステナブル投資フォーラム（JSIF）会長

井口 譲二 ニッセイアセットマネジメント(株) チーフ・コーポレート・ガバナンス・オフィサー、株式運用部担当部長

近江 静子 アムンディ・ジャパン(株) 運用本部リサーチ・グループ ESG リサーチ部長

小熊 栄 日本労働組合総連合会 総合政策局 社会政策局長

貝沼 直之 有限責任監査法人トーマツ ESG・統合報告アドバイザー 統合報告チームリーダー<sup>3</sup>

金井 司 三井住友信託銀行(株) 経営企画部理事・CSR 担当部長、チーフ・サステナビリティ・オフィサー

竹ヶ原啓介 (株)日本政策投資銀行 産業調査部長

棚橋 俊介 アーク東短オルタナティブ(株) 取締役<sup>4</sup>

徳田 展子 東京海上アセットマネジメント(株) 株式運用部 投資調査グループ 兼 責任投資グループ ESG スペシャリスト

飛田 公治 タクティカル・アセット・コンサルティング(株) 代表取締役社長 兼 年金投資研究所長

中川 博貴 (株)フィスコ IR 取締役 チーフ・オペレーティング・オフィサー

松原 稔 (株)りそな銀行 信託財産運用部 企画・モニタリンググループリーダー

水口 剛 高崎経済大学経済学部 教授

#### （オブザーバー）

経済産業省 経済産業政策局 企業会計室、産業資金課

金融庁 総務企画局 企業開示課

(株)東京証券取引所 上場部 企画グループ

#### （事務局）

環境省 総合環境政策局 環境経済課

有限責任監査法人トーマツ

---

<sup>2</sup> 平成 27 年度まで本検討会委員として参加。

<sup>3</sup> 平成 28 年度から本検討会委員として参加。

<sup>4</sup> 所属等は平成 28 年 11 月末現在。

(別添)

## ESG 投資に関する基礎的な考え方

持続可能性を巡る課題を考慮した投資に関する検討会  
(ESG 検討会)



## 目次

### はじめに

#### 第1章 ESG投資の意義

##### 第1節 インベストメント・チェーン

- (1) インベストメント・チェーンにおける主要プレイヤーの位置づけ
- (2) 「投資時間軸」と「結節点」の重要性

##### 第2節 ESG投資の捉え方

- (1) 非財務情報の重要性
- (2) 非財務情報と企業価値

#### 第2章 ESG投資を巡る国内外の動向

##### 第1節 世界の動向

- (1) 国連の危機意識
- (2) 金融界の危機意識

##### 第2節 日本の動向

#### 第3章 ESG投資の実践に向けた課題と取組の方向性

##### 第1節 アセット・オーナー

- (1) インベストメント・チェーンに対する一層の理解
- (2) 運用受託機関との対話等の充実
- (3) 運用受託機関に対する管理・監督の実効性向上
- (4) 長期投資家としての専門性向上
- (5) 運用方針等の改善・充実

##### 第2節 運用受託機関

- (1) 企業との対話等の充実
- (2) アセット・オーナーとの対話等の充実
- (3) 経営陣のリーダーシップ
- (4) 資産運用業界としての課題認識の共有

##### 第3節 企業

- (1) 運用受託機関との対話等の充実
- (2) 対話力の向上に向けた工夫
- (3) 経営陣のリーダーシップ
- (4) グローバル・イシューに対する経営陣の感度向上と取締役会の役割・責務
- (5) 母体企業としての年金基金との適切なコミュニケーション

#### 第4章 インベストメント・チェーンを補強し、支えるプレイヤー

- (1) 年金コンサルタント
- (2) セルサイドアナリスト
- (3) 金融情報サービスプロバイダー
- (4) 労働組合
- (5) NPO等
- (6) 業界団体
- (7) マスメディア
- (8) 政府

### おわりに

## はじめに

(時代認識)

20 世紀の歴史を「経済活動と環境」の視点から振り返ると、1970 年代を一つの境に、経済成長と環境問題に関する議論が国連主導で国際的に広くみられるようになった。以後、40 年以上が経過したが、とどまることなく増加している二酸化炭素排出量や、地球温暖化のさらなる進行に付随して生じる様々な環境問題の悪化傾向等を背景に、近年、限りある地球環境資源を中長期的な視点から適切に考慮しない経済成長のあり方やその持続可能性等が、抜本的に問われている。

2015 年 12 月 12 日、国連気候変動枠組条約第 21 回締約国会議（以下、「COP21」という。）で採択されたパリ協定<sup>1</sup>は、全ての国が参加する公平かつ実効的な国際的枠組みであり、歴史的意義を有する。パリ協定には、長期目標として、産業革命前からの地球の平均気温上昇を 2°C より十分低く保つとともに、1.5°C に抑える努力を追求すること（以下、「2°C 目標」という。）や、全ての国に各国が決定する温室効果ガス排出削減目標の作成・提出・維持及びその目的を達成するための国内対策の実施を義務付け、さらには削減目標を 5 年毎に提出・更新することを義務付ける規定等が盛り込まれた。その中でも特に、2°C 目標の達成に向けては、世界全体の人為起源の温室効果ガス排出量を 2050 年までに 2010 年対比 40～70%削減し、2100 年には排出水準がほぼゼロ又はそれ以下となるよう 21 世紀後半の温室効果ガスの人為的な排出と吸収の均衡等を目指すことが規定されたことは、「脱炭素化」(decarbonization) の方向性が世界共通の意思として打ち出されたことを意味し、その含意は重い。

近代、とりわけ産業革命以降、私たちは、地球資源の積極的な開拓・利用を通じて経済成長を実現してきた。20 世紀後半に至るまで、石炭・石油等の化石資源をいくら燃焼しても、二酸化炭素排出量を特段心配する必要はなかった。地球環境が、多様な自然循環のもとで、排出された二酸化炭素を吸収し、汚染を浄化してきた面は極めて大きく、私たちの経済活動は、そのような地球環境の自浄・再生能力に多くを負っている。一方、20 世紀後半に入ると、国際社会では、社会・経済・環境の持続可能性に対する危機意識の高まりを背景に、国連主導で様々な施策が講じられ、進展してきた。特に金融機関と企業が気候変動やその他の課題に取り組むことが、課題の解決にとって不可欠であるとの認識から、国連環境計画・金融イニシアティブ (UNEP FI)、国連グローバル・コンパクト (UNGC)、責任投資原則 (PRI) などが主導する取組が活発となった。他方、このパリ協定の長期目標にはこれまでの国連の施策の次元を超えた面があり、科学的知見のもと、地球環境の自浄・再生能力が有限であり、その能力がもはや限界に近づきつつあることが理解される。この点において、21 世紀が抱える経済成長と環境問題の関係は、20 世紀までと様相が根本的に異なる。本書は、こうした時代認識を出発点としている。

(ESG 投資の担い手としての長期投資家像)

パリ協定が発するような、企業活動に対する長期的な様々なシグナル (ビジネスリスク・機会に関する情報) は、投資時間軸が異なるがゆえに、短期的視点に基づき行動する投資家にとって、考慮の対象とはなり難い。このように、時間軸の置き方によって、考慮すべき情報の範囲・深度

---

<sup>1</sup> パリ協定は 2016 年 11 月 4 日に発効し、我が国は同年 11 月 8 日に締結した。パリ協定の概要等は環境省のホームページに掲載されており、URL は次のとおり。

<http://www.env.go.jp/policy/hakusyo/h28/index.html>



や、将来の見方・考え方は変わり得る。したがって、本来、中長期的な視点から企業に関する情報を考慮すべき投資家（以下、「長期投資家」という。）が、パリ協定の長期目標のような長期的なシグナルを考慮することなく、短期的視点に依拠した行動を取り続けた場合、企業の成長経路や将来像を的確に描き、評価することができず、結果的に不適切な投資判断を下す可能性もある。言い換えると、長期投資家は、投資分析と意思決定のプロセスにおいて、中長期的な時間軸の重要性を認識し、企業に関する情報の非対称性を解消する努力も通じて、はじめて投資行動の妥当性のさらなる向上と投資ポートフォリオの最適化を目指すことが可能となる。

このような長期投資家像を念頭に置いた場合、長期投資家と企業の役割の中に、「経済活動と環境」の関係を好転させ、持続可能性を高めるための糸口が見出せる。例えば、パリ協定が示唆するとおり、長期的にみて二酸化炭素排出量の増加に明確な歯止めがかからず、地球温暖化が現在と同様もしくはそれ以上のペースで進行した場合、環境はより一層深刻な被害を受けることとなる。結果的に、気候変動リスクは規模・内容ともに経済活動上の許容範囲を超え、多くの企業は持続的成長を目指す上で与件としている安定的な環境の状況を失うリスクに晒される。

それに対し、長期投資家は、企業の持続的成長を促す観点から、そのような事態の改善、あるいは回避に向けた投資行動を選択できる。また、長期投資家のそうした選択をもきっかけに、企業は、自らの成長基盤である安定的な環境の状況に対する理解をさらに深め、持続的成長に向け、中長期的な視点からリスク管理の適正化や事業での価値創造に知恵を絞ることができる。この文脈において、環境問題等の持続可能性を巡る課題の改善・解決は、長期投資家と企業の双方にとって、企業の持続的成長を目指すための「手段」と位置づけられる。そして、環境（Environment）、社会（Social）、ガバナンス（Governance）に関する情報を考慮した投資、いわゆる「ESG 投資」は、こうしたアプローチでの企業の持続的成長を目指す長期投資家と企業に対し、有効な視点を提供するものと考えられる。

（本書の目的）

本書は、そうした視点に関心を持つ全ての方を対象に、ESG 投資に関する基礎的な理解を促す手掛かりを提供することを目的としており<sup>2</sup>、その関連情報を必ずしも網羅していない。ここでいう理解とは、①「ESG 投資の意義」についての理解、②「ESG 投資の実践に向けた課題」についての理解、③「ESG 投資の実践に向けた課題に対する取組の方向性」についての理解、の3つである。

ESG 検討会は、これらの理解も通じて、ESG 投資が息の長い取組として我が国に適切に普及・定着し、「経済活動と環境」の好循環が市場からも持続的に促されるようになることを期待している。

---

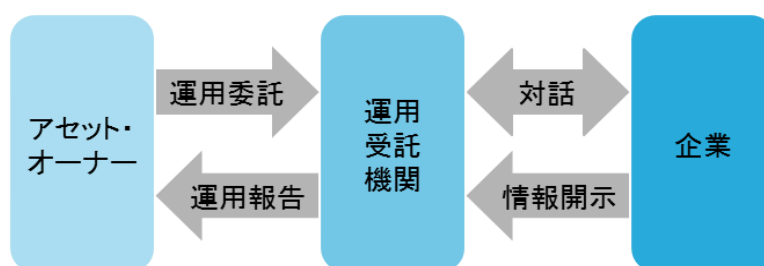
<sup>2</sup> 日本版スチュワードシップ・コード（指針 3-3）にあるとおり、機関投資家が、顧客・受益者の中長期的な投資リターンを拡大を図る責任を果たすため、企業の持続的成長や中長期的な企業価値向上に取り組む上で、非財務面の事項を含む様々な事項（投資先企業のガバナンス、企業戦略、業績、資本構造、リスク（社会・環境問題に関連するリスクを含む）への対応など）のうち、特にどのような事項に着目するかについては、機関投資家や投資先企業の状況に応じて異なり得ることから、それぞれの機関投資家において、自ら個別に判断すべきものと考えられる。

# 第1章 ESG投資の意義

## 第1節 インベストメント・チェーン

ESG投資を理解する上では、まず、ESG投資に関わる主体を明らかにする必要がある、それは「インベストメント・チェーン」の枠組みから説明できる（図表1）。インベストメント・チェーンは、経済産業省が2014年8月に公表した「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」プロジェクト（いわゆる「伊藤レポート」）によると、「資金の拠出者から、資金を最終的に事業活動に使う企業に至るまでの経路及び各機能のつながり」とされる。

（図表1）インベストメント・チェーンの骨格



（出所）北川哲雄（2015）『スチュワードシップとコーポレートガバナンス - 2つのコードが変える日本の企業・経済・社会』東洋経済新報社を基に作成。

「アセット・オーナー」は年金基金等の資金保有者（資金拠出者）を、「運用受託機関」はアセット・オーナーから運用委託を受ける資産運用者を、「企業」は資金利用者をそれぞれ指し、インベストメント・チェーンは、これら3つの主体（以下、「主要プレイヤー」という。）を軸に構成される。

### （1）インベストメント・チェーンにおける主要プレイヤーの位置づけ

#### ① アセット・オーナー<sup>3</sup>

インベストメント・チェーンの資金の流れの「起点」となるアセット・オーナーには、公的・私的年金や大学・教会等の基金、生命保険会社等異なる複数の主体が含まれる。そして、資産運用に関する委託契約の有無等に応じて、インベストメント・チェーンにおける位置づけの仕方は主体毎に変わり得る。例えば、資産運用を信託銀行や投資顧問業者等に委託している様々な基金と、資金の保有者（拠出者）でありかつ運用者としての立場を併せ持つ保険会社では、インベストメント・チェーンにおける投資先企業との関わり方——対話のあり方——等に応分

<sup>3</sup> 海外では、アセット・オーナーが企業と直接「目的を持った対話」（エンゲージメント）を行うケースもみられるが、我が国ではそうしたケースは少ない。他方、年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）は、2016年1月、運用を委託している運用会社のスチュワードシップ活動に関する評価と「目的を持った対話」（エンゲージメント）の実態把握を目的として、上場企業向けに初めてアンケートを実施し、その後、当該アンケートで多くの企業から「アセットオーナーとのミーティングを希望する」旨の要望を受けたことから、回答企業とのミーティングを継続的に行っている。また、GPIFは、複数の企業から「アセットオーナーであるGPIFと企業との間の継続的且つ建設的な意見交換の場」設立の提案を受け、同年9月、「企業・アセットオーナーフォーラム」の第1回ミーティングを開催した。

の違いが生じてくる。他方、そうした主体間の属性や立場の違いに関わらず、アセット・オーナーは最終受益者の利益の確保に向けた責任を一義的に負っており、年金基金であれば加入者や受給者に対する将来及び現在の支払いを確保するために、保険会社であれば保険契約者等に対し約束した債務を履行するために、それぞれ安全性等に配慮した長期的な運用等がなされる。このように、アセット・オーナーには複数の類型が存在することから、インベストメント・チェーンにおける機能や役割を的確に捉えるためには、各主体の置かれた立場の違い等を踏まえた視点が重要となる。かかる認識のもと、本書では、図表1の「インベストメント・チェーンの骨格」をベースに、ESG投資に関する基礎的な解説を進める上で重要と考えられるテーマに応じて、アセット・オーナーを構成する主体を、都度、柔軟に読み替えることとする。

## ② 運用受託機関

運用受託機関は、アセット・オーナーから提示を受けた運用に関する方針やニーズ等（以下、「運用方針等」という。）に沿って運用を行い、運用状況等をアセット・オーナーに報告する。したがって、一連の運用プロセスには、アセット・オーナーが提示する運用方針等の内容が反映される<sup>4</sup>。また、運用受託機関は、アセット・オーナーの保有資産を、長期的な観点から安全かつ効率的に運用するために、開示情報の分析・評価や対話等を通じて投資先企業の理解を深める。

## ③ 企業

企業は、その発行する証券について、運用受託機関による投資選択等の対象となる<sup>5</sup>。このため、自社の企業価値の適正な評価に資する観点から、運用受託機関に対し、自社に関する情報を開示し、それをもとに対話等を行う。

## (2) 「投資時間軸」と「結節点」の重要性

インベストメント・チェーンは、主要プレイヤーが目的を持った有意味な情報交換を行うことで活性化する。このため、アセット・オーナー、運用受託機関、企業が有意味な情報交換を行う「ノード (node)」、すなわち結節点のあり方は、このチェーンが発揮し得る経済的利益を期待する上で極めて重要な要素となる。このような結節点の充実に向けては、各プレイヤーの投資における「時間軸の意識の持ち方・共有のあり方」が重要なポイントとなる。前提に置いている投資時間軸が例えば5年か1年かによって、考慮すべき情報の範囲・深度は相当程度異なる可能性があり、時間軸に対する認識のズレから各プレイヤー間の意思疎通が滞ることは十分考えられる。

アセット・オーナーや運用受託機関は、自らが前提とする投資時間軸をしっかりと見据え、そのもとで運用方針等や対話等に改善を加えるべき点、充実を図るべき点などがある場合には、

---

<sup>4</sup> 例えば、「運用の基本方針」は、年金基金が主体的に運用を行っていくために、基金の資産運用の全体的な枠組みに関する方針を定めたものであり、「運用ガイドライン」は、運用の基本方針に基づき、個々の運用機関に役割を割り振り、その役割に応じ遵守すべき事項を指示するもの。運用機関は、年金基金から提示を受けた運用の基本方針と運用ガイドライン等を遵守しなければならない。

<sup>5</sup> 公的機関も運用受託機関による投資選択等の対象となることがある（例えば、公的機関の発行するグリーンボンド等の債券）。他方、本書では、ESG投資を主に「企業の持続的成長」との関係から理解することを目的としているため、主要プレイヤーとして明示していない。

それらの実効性向上に向けて組織的に検討を行う必要がある。運用受託機関は、そうした時間軸の置き方や考え方、それに付随する情報ニーズや疑問等を企業に分かりやすく伝えるなど、自らの投資スタンスに対する理解を企業から有効に引き出す工夫を重ねることが重要である。企業は、自らが属する業界・業種を巡る外部環境の変化等を見据え、どのような時間軸のもとで運用受託機関に分析・評価してもらうことが、適正な資金調達を実現し、自らの持続的成長につながるかとの観点も踏まえ、情報開示や対話等に取り組むことが重要である。

このように、主要プレイヤーが「時間軸」を基点に将来に対する目線を共有し、そのもとで、相手側の理解を促すべく丁寧に情報を提供し合い、真摯に対話等に臨むことは、各プレイヤーが抱える固有のニーズ・事情等を相互に把握するきっかけともなり得る。そうしたかたちでの相互理解の進展は、信頼関係のさらなる向上の端緒になると考えられる。インベストメント・チェーンが経済的利益を産み出すための社会的公器だとすれば、その効果を最大限引き出す上で、①アセット・オーナー、運用受託機関、企業の三者間の時間軸の共有、②結節点における対話等の充実、③それらを通じた信頼関係の醸成は、欠くことのできない必要な要素といえることができる。

## 第2節 ESG 投資の捉え方

### (1) 非財務情報の重要性

企業が持続的に成長するためには、ビジネスに関連する「リスク」と「機会」に対するバランス感覚が重要となるが、これらに関する定性情報は、貸借対照表や損益計算書に基づく財務情報からは読み取れない「非財務情報」による面が大きい。例えば、環境問題に起因する事業リスクに係る管理・研究開発体制の整備状況（E 情報）、当該体制を実効的に支えるための雇用・人材育成面の施策（S 情報）、それらを含む企業経営を戦略的に遂行するための経営方針（G 情報）などの情報は非財務情報に属する<sup>6</sup>。また、こうした ESG に関する取組が有機的に結びつき、シナジーを発揮し、企業が成長する一つの原動力となり、業績向上につながるプロセス等を分析・評価する際、非財務情報には、財務情報だけでは得られない有効な視点を提供し、気づきを促す面がある。

そもそも長期投資家が企業の持続的成長を促すためには、リスク要因や経済的利益をもたらす源泉、成長経路などを正確に読み解き、企業の実像に辿り着けるよう、企業の将来像を的確に描けるよう、可能な限り努力・工夫を行う必要がある。例えば、ある問題意識から研究開発に着手し、製品化・商品化に成功し、売上を軌道に乗せるまでに 10 年を要した企業を評価対象とする際、非財務情報としての当該企業の経営力・組織力の「強み」を考慮の対象とせず、結果として

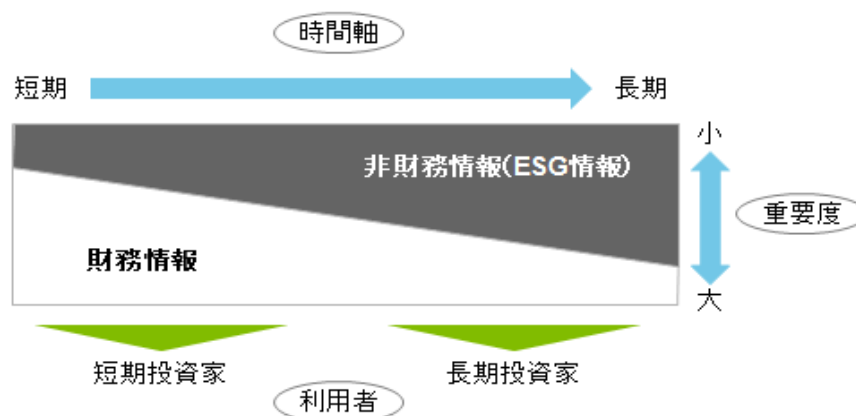
---

<sup>6</sup> 本書では、単純化の観点から、ESG 情報を、非財務情報を構成する一連の情報群と位置づける。なお、このほかにも位置づけの仕方もある。例えば、英国法制委員会（The Law Commission）は、ESG 情報等を、投資パフォーマンスとの関係において財務的要素と非財務的要素に明確に分けて捉えるべきとの立場を明らかにしている。具体的には、投資パフォーマンスに影響を与えるマテリアルな要素は ESG 情報等に関わらず「財務的要素」として、また、そうではないが投資意思決定において何がしかの動機づけとなっている情報は「非財務的要素」として、それぞれ整理することとしている。詳細は、Department for Work and Pensions（2015）*Consultation on changes to the Investment Regulations following the Law Commission's report 'Fiduciary Duties of Investment Intermediaries'*を参照。

表れた財務情報のみを取り扱う投資家を、「自らを本当に理解してくれる信頼できるパートナー」として企業が受け入れるとは言い難い。インベストメント・チェーンの結節点の充実も念頭に、長期投資家は、企業の財務情報の源泉ともなる非財務情報に高い問題意識を持ち、企業の全体像を理解する見地から分析を深め、適正な評価につなげるのが肝要である。

このような非財務情報の重要度は、投資時間軸の違いから相対的に変化すると考えられる。すなわち、時間軸が短いほど直近で得られる「財務情報」が重要となり、時間軸が長いほど財務情報だけでは説明のつかない「非財務情報」が重要になると概ね整理できる（図表2）。

（図表2）投資時間軸と非財務情報の関係



（出所）井口譲二「企業価値向上のイメージを描写する情報開示」『スチュワードシップとコーポレートガバナンス - 2つのコードが変える日本の企業・経済・社会』第5章 p113（北川哲雄編著）東洋経済新報社（2015）を参照し作成。

以上を踏まえると、長期投資家としてのアセット・オーナーと運用受託機関は、投資分析と意思決定のプロセスにおいて、中長期的な企業価値の向上の重要性に鑑み、非財務情報を適切に考慮することが必要不可欠であることを十分理解すべき立場にあることが分かる。

## （2）非財務情報と企業価値

ESG 投資は、国連の主導によって、世界の年金基金などのアセット・オーナー等の機関投資家に近年急速に受け入れられるようになったコンセプトであり、その根底には社会・経済・環境の持続可能性に対する強い危機意識がある（第2章参照）。地球温暖化問題に起因する原材料の調達難、食糧不足がもたらす貿易摩擦や社会不安の増大、様々な格差問題に端を発する社会的不満や紛争の勃発、難民問題等々、これらのリスクはいずれも経済全体の持続的成長にとってマイナスである。また、当該リスクが年々深刻さを増す中、一度それが顕在化すると、経済のグローバル化やIT化を背景に、その影響はごく短時間で株式市場に織り込まれ、為替市場に反映され、結果的に我が国の経済活動にまで波及する恐れがある。例えば英国のEU離脱問題などを見れば想像に難くない。そうした非財務的な定性情報に対する感度を高めることは、あらゆる業界における時代の要請ともいえる。ESG投資には、中長期的な視点を持つことで考慮の対象となり得る上記のような様々なリスク情報と企業の持続的成長をつなぐ視座をインベストメント・チェーンの主要プレイヤーに提供し、非財務情報に対する感度向上を促す面がある。

また、通常、あるリスクを認識し、それが顕在化した場合の影響がイメージできると、予防的アプローチの視点から課題解決に向けたインセンティブが働くと考えられる。ESG投資には、

「中長期的なリスク認識の強化」を通じて、そうした課題解決に向けた取組を長期投資家や企業に促す面もある。この場合、長期投資家は、「どうすれば企業は存続・成長できるか」との観点から、非財務情報の中に伏在する“リスクを管理する力”や、“イノベーションを持続的に産み出し、かつそれを推進する力”に関する情報、つまり「企業の成長力を守る価値や産み出す価値」を見出すことが必要となる。そうした目利き力は、特に非上場株式（プライベート・エクイティ）に関する投資案件において観察されやすい<sup>7</sup>。プライベート・エクイティ投資では、対象企業について「所有と経営」が一体的に取り扱われることから、新しい施策に抜本的に取り組みやすい。例えば、業績不振の原因として、環境意識、ガバナンス意識の欠如に起因する「原材料の無駄遣い」が挙げられ、この問題を解消すべく商品の生産管理プロセスを抜本的に見直し、関連情報の可視化や組織内の指示命令システムの整備等を経営主導で推進した結果、不良在庫の大幅削減や工場の生産効率向上が実現し、業績の回復につながった事例や、投資先企業がリスクとして抱える「高い離職率」の原因を分析し、人事運用制度を抜本的に見直した結果、離職率が急速に低下し、低迷していた業績の復調に伴い純資産が増加した事例等からは、企業の成長にとって、例えば「環境資源の有効利用」や「従業員の士気向上」といった非財務情報がいかに重要な価値を持つかが理解される。このように、ESG 投資では、財務情報としては直接的に表れ難い様々な情報が、時間の経過とともに売上や利益などの財務数値に転化する「企業の成長力の源泉」として、考慮の対象となる<sup>8</sup>。

---

<sup>7</sup> ESG 要素は、株式以外にも、債券、不動産、インフラといった幅広い投資分野において考慮され得る。

<sup>8</sup> G20 Green Finance Study Group (2016) *G20 Green Finance Synthesis Report*. は、ESG 投資のパフォーマンス分析に関するレポートとして、Friede, Gunnar, Busch, Timo & Bassen, Alexander (2015) *ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies*. 等を引用している。

## 第2章 ESG投資を巡る国内外の動向

### 第1節 世界の動向

#### (1) 国連の危機意識

1972年にスウェーデンのストックホルムで開催された国連人間環境会議は、「経済成長と環境問題」をメインテーマに据えた初の国連による会議とされる。この国連人間環境会議で採択された人間環境宣言及び環境国際行動計画を実施に移すための機関として設立された国連環境計画（UNEP）を母体に、20年後の1992年、国連環境計画・金融イニシアティブ（UNEP FI）が設立された。UNEP FIでは、「金融機関、政策者、規制当局と協調し、経済的発展とESGへの配慮を統合した金融システムへの転換」に向けた取組が行われており、このことは、国連主導で、「金融の役割」として環境に関するリスク等を統合的に考慮する取組を大きく進める契機となった。その後、2000年に、「企業を中心とした様々な団体が、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」として、人権・労働・環境・腐敗防止の4分野にわたる原則を持つ国連グローバル・コンパクト（UNGC）が設立された。UNGCには、ビジネス側からも地球環境問題等のグローバル・イシューに積極的に取り組んでほしい、という国際社会の強い期待が込められている。

さらにその後、2006年に、コフィー・アナン第7代国連事務総長提唱のもと、UNEP FI及びUNGCとのパートナーシップによる投資家イニシアティブである責任投資原則（PRI）が発表された。PRIは、主に年金基金などのアセット・オーナー等の機関投資家を対象に、ESG課題の投資への影響を理解し、署名機関がESG要因を投資及び株式所有者の意思決定に組み込むための支援を提供することを目的とした枠組みであり、「投資分析と意思決定のプロセスにESGの課題を組み込む」、「投資対象の主体に対してESGの課題について適切な開示を求める」等の諸原則からなっている<sup>9</sup>。その署名機関数は2016年12月末現在1,600を超え、署名機関全体の運用資産残高は60兆米ドルを超える。PRIは、署名機関の増加理由として「金融においてESG課題が重要であるとの認識」等を挙げており、市場関係者から、年々、理解を得られる方向にある。環境問題の悪化傾向等が金融経済活動に及ぼす影響に対する世界の市場関係者の「リスク認識の高まり」は、こうした流れからも窺い知ることができ、その傾向は、冒頭で言及したパリ協定を契機に一段と強まる方向にある。このパリ協定が採択された同年、国連では、150を超える加盟国首脳参加のもと、人間、地球及び繁栄のための行動計画として、17の目標と169のターゲットからなる持続可能な開発目標（SDGs）も採択された<sup>10</sup>。

#### (2) 金融界の危機意識

環境問題等に対するリスク認識の高まりは、近年では20か国・地域財務大臣・中央銀行総裁会議（G20 Finance Ministers and Central Bank Governors Meeting）においても窺われるよ

<sup>9</sup> かかる諸原則等についてはPRIのホームページに掲載（日本語版）されており、URLは次のとおり。[https://www.unpri.org/download\\_report/18940](https://www.unpri.org/download_report/18940)

<sup>10</sup> SDGsは、2015年9月の国連サミットで採択された、2016年から2030年までの国際目標「持続可能な開発のための2030アジェンダ（2030アジェンダ）」において掲げられた持続可能な世界を実現するための行動計画を指す。関連情報は外務省のホームページに掲載されており、URLは次のとおり。[http://www.mofa.go.jp/mofaj/gaiko/oda/about/doukou/page23\\_000779.html](http://www.mofa.go.jp/mofaj/gaiko/oda/about/doukou/page23_000779.html)

うになった。2015年4月、G20は金融安定理事会（FSB）に対し、「気候関連課題について、金融セクターがどの様に考慮できるかについてレビューを行うべく、官民の関係者を招集することを要請する」旨、声明を発表した。これを受け、FSBは、気候関連課題が金融システムにもたらす財務的影響の可視化を進めることがまずは必要と判断し、COP21開催期間中の同年12月、機関投資家、会計事務所<sup>11</sup>、格付機関、金融コンサルティング会社、証券取引所、事業会社等のメンバーで構成される気候関連財務ディスクロージャータスクフォース（TCFD）の設立を公表した<sup>12</sup>。TCFDは、金融機関等にとって有用な、一貫性、比較可能性、信頼性、明確性、効率性を備えたボランティアな情報開示のあり方に関する提言を策定することとされた。

また、マーク・カーニーFSB議長（イングランド銀行総裁）は、このTCFD設立の公表に先立ち、2015年9月、気候変動が①物理的リスク（physical risks）、②賠償責任リスク（liability risks）、③移行リスク（transition risks）の経路を通じて金融の安定に影響を及ぼす可能性がある旨の発言を行った<sup>13</sup>。この発言のうち、①及び②はいずれも気候変動リスクの顕在化に伴い予想される経済的被害<sup>14</sup>を指すが、③は低炭素経済への移行に向けた調整過程で生じ得る金融リスク——何らかの政策転換等により資産価値の再評価が広範囲にわたり加速する不確実性——を指しており、この③に関するリスク認識などを背景に、近年、機関投資家が投資行動を転換する事例等が増えつつある。

気候変動に関する政府間パネル（IPCC）や国際エネルギー機関（IEA）等は、2°C目標の達成に向けた検討等において、世界全体で許容され得る二酸化炭素排出量の総枠や利用可能な炭素資源の総枠等を考慮している。そこでは、炭素資源の利用可能な範囲を意味する「カーボン・バジェット」（carbon budget）という概念が用いられており、2°C目標達成のためには石炭や石油といった化石資源の確認埋蔵量の全てを燃やすことはできないとの見方——利用可能な範囲は総量の三分の一から五分の一程度との見方も——が示されている<sup>15</sup>。

この「カーボン・バジェット」の制約を踏まえた場合、中長期的には不良資産となることが回

---

<sup>11</sup> いわゆる「四大会計事務所」（Ernst & Young、KPMG、Deloitte Touche Tohmatsu、PricewaterhouseCoopers）が、メンバーとして関与している。

<sup>12</sup> TCFDの座長はマイケル・R・ブルームバーグ前ニューヨーク市長（Bloomberg L.P.創業者）、座長の顧問はメアリー・L・シャピロ元米証券取引委員会（SEC）委員長。TCFDのURLは次のとおり。<https://www.fsb-tcfid.org/>

<sup>13</sup> Carney, Mark (2015) *Breaking the tragedy of the horizon - climate change and financial stability*, Speech at Lloyd's of London, 29 September 2015. また、Batten, Sandra, Sowerbutts, Rhiannon and Tanaka, Misa (2016) *Bank of England Staff Working Paper No. 603: Let's talk about the weather: the impact of climate change on central banks*. は、この低炭素経済への移行リスク等にも触れつつ、地球温暖化を背景とする気候変動リスクの顕在化が中央銀行の政策に及ぼし得る影響等を論じている。

<sup>14</sup> 気候変動リスクと経済的被害の関係等をテーマとするレポート類は多数存在するが、本書では、代表的なものとして、2006年10月に公表されたスターン・レビュー「気候変動の経済学」を挙げる。同レビュー（概要）の日本語版は環境省のホームページに掲載されており、URLは次のとおり。<http://www.env.go.jp/press/files/jp/9176.pdf>

<sup>15</sup> IPCC (2014) *IPCC Fifth Assessment Report*, Lima Climate Action High Level Session, Lima, Perú. や IEA (2012) *WORLD ENERGY OUTLOOK 2012*. のほか、Carbon Tracker Initiative (2011) *Unburnable Carbon — Are the world's financial markets carrying a carbon bubble?*. を参照。



避できない化石資源（座礁資産（stranded asset））が相当程度存在することとなり<sup>16</sup>、当該資源を保有し続けることにより、資産価値の再評価を通じて減損処理が発生し、数多くの企業のバランスシートが毀損する等のリスクシナリオを描くこともできる。また万一、こうしたリスクが顕在化した場合、経済全体への波及・影響が懸念される<sup>17</sup>。

パリ協定の長期目標やそれを支える IPCC の科学的知見等を踏まえ、化石燃料関連銘柄を売却する、当該銘柄への投資から撤退するといった「ダイベストメント」の方針を打ち出す大手機関投資家も複数現れている<sup>18</sup>ほか、機関投資家の団体である気候変動リスクに関する投資家ネットワーク（INCR）等が、UNEP FI や PRI と連携し、各国政府に対し、気候変動の緩和に必要な投資を加速するための政策強化等を求める声明を発表<sup>19</sup>するなどの動きもみられる。こうした地球温暖化等に対する市場関係者のリスク認識の高まりを映じた動きは、非財務情報や ESG 情報の開示のあり方に関する取組や検討等にも及んでいる。既に、EU や世界の複数の証券取引所、国際コーポレート・ガバナンス・ネットワーク（ICGN）、国際統合報告評議会（IIRC）、米サステナビリティ会計基準審議会（SASB）、グローバル・レポーティング・イニシアティブ（GRI）、CDP、モンリオール・カーボン・プレッジ（MCP）、ポートフォリオ・デカーボナイゼーション・コーリション（PDC）、自然資本宣言（NCD）<sup>20</sup>、自然資本連合（NCC）、持続可能な証券取引所イニシアティブ（SSE）など様々な主体において、社会・経済・環境の持続可能性に向けた検討等が行われている。さらに、金融情報サービスプロバイダーや格付機関等も、サービス向上の一環として非財務的要素の取り扱いを重視する方向にある。投資家や企業は、中長期的な視点をしっかり持って情報収集することにより、こうしたグローバルな潮流や方向性、その背景にある問題意識等を「察知できず、取り残されるリスク」を回避することが肝要である。

また、米国では、2015年10月、従業員退職所得保障法（ERISA法）の過去の解釈が、投資戦略における ESG 要素の考慮を過度に抑制していた可能性があるとして、労働省が解釈通達の改訂（Interpretive Bulletin 2015-01）<sup>21</sup>を明らかにし、年金運用と ESG 要素の関係の明確化を

---

<sup>16</sup> 例えばシティグループは、2°C目標の達成に向けて生じ得る座礁資産の総額を約100兆ドルと試算している。詳細は、Citi GPS: Global Perspectives & Solutions (2015) *ENERGY DARWINISM II* を参照。また、HSBCは、投資家の視点から化石資源の座礁資産化に関するリスク管理の重要性等を指摘している。詳細は、HSBC Global Research (2015) *Stranded assets: what next? and Investors: Divest or Hold and engage?* を参照。

<sup>17</sup> カーボン資産リスク (carbon asset risk) については、Fulton, Mark & Weber, Christopher (2015) *CARBON ASSET RISK: DISCUSSION FRAMEWORK, WRI AND UNEP-FI PORTFOLIO CARBON INITIATIVE* を参照。また、上妻義直 (2015) 「炭素バブルの減損リスク情報」『会計』第一八八巻第一号は、座礁資産と金融市場のシステムリスクの関係等に言及している。

<sup>18</sup> ㈱日本総合研究所 (2016) 「『金融安定と気候変動に関する調査研究』報告書」。

<sup>19</sup> AIGCC, IGCC, IIGCC, INCR, PRI and UNEP FI (2014) *2014/2015 Global Investor Statement on Climate Change*。このほか、気候変動に関するグローバル投資家連合 (GIC) は、2016年8月、G20の各国首脳宛に「年内にパリ協定に批准」することを要望する旨の書簡を提出した。同書簡の URL は次のとおり。

<http://globalinvestorcoalition.org/wp-content/uploads/2016/08/FinalWebInvestorG20Letter24Aug1223pm.pdf>

<sup>20</sup> NCD は、2016年10月、名称を Natural Capital Declaration から Natural Capital Finance Alliance (NCFA) に変更。なお、自然資本の概要は環境省のホームページに掲載されており、URL は次のとおり。<https://www.env.go.jp/policy/hakusyo/zu/h26/html/hj14010304.html>

<sup>21</sup> U.S. Department of Labor (2015) *Interpretive Bulletin Relating to the Fiduciary Standard*

図った。ERISA 法は、1974 年に制定された企業年金制度の設計・運営等を統一的に規定する連邦法であり、企業年金については制度に加入している従業員の受給権保護を最大の目的としている。今回の改訂では、年金運用のリスク・リターンに潜在的に影響をもたらす要素については適切に考慮すべきとし、当該要素として ESG は年金運用上の経済的価値と直接関係を持ち得るとしたほか、投資分析における適切な要素の一部であるとした。また、年金加入者に対する受託者責任 (Fiduciary Duty) を果たすために経済的に優れた運用が選択されることを前提に、ERISA 法は ESG 要素を運用方針等に組み入れることを禁じるものではないなどとした。このように、年金運用のパフォーマンスに影響をもたらす要素として ESG を考慮する投資は、受益者以外の利益を考慮する投資には「当たらない」ことを明確化した点には留意を要する。

インベストメント・チェーンの資金の流れに ESG 要素が組み込まれるグローバルな方向性は、こうした動きからも読み取ることができる。

## 第2節 日本の動向

我が国では、日本再興戦略のもと、成長戦略の一環として、金融庁を事務局とする「日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」が 2014 年 2 月に日本版スチュワードシップ・コードを、経済産業省が同年 8 月に伊藤レポートをそれぞれ公表し、金融庁及び(株)東京証券取引所を事務局とする「コーポレートガバナンス・コードの策定に関する有識者会議」が、2015 年 3 月にコーポレートガバナンス・コード原案を公表した (同コードは同年 6 月に適用)。伊藤レポート及び各コードには、ESG に関して以下のような記載 (一部抜粋) がある。

	ESG に関する記載
伊藤レポート	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 投資家側は本当に知りたい中長期的な非財務情報とは何かを企業に伝え、企業側は企業戦略やリスク情報、ガバナンス等 ESG 情報を資本コストや投資収益率等の財務経営指標と関連づけて伝えることで、企業側の経営リテラシーを練磨することが重要な課題となる。(p20)</li> <li>➤ 対話・エンゲージメントにおける議題として、ESG を含む非財務情報に関する共通理解を得ることも重要である。(p21)</li> <li>➤ ESG (環境、社会、ガバナンス) は企業への信頼性に関わる。企業価値にはステークホルダーからの信頼度が反映されるとみることのできるため、信頼性を高める活動は企業価値創造に結び付く。(p29)</li> <li>➤ 投資家は企業の持続的競争力を評価する際、広汎な ESG 活動にも着目すべきではないか。(p29)</li> </ul>
日本版スチュワードシップ・コード	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 機関投資家は、投資先企業の持続的成長に向けてスチュワードシップ責任を適切に果たすため、当該企業の状況を的確に把握すべきである。(原則 3)</li> <li>➤ 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、リスク (社会・環境問題に関連するリスクを含む) への対応など、非財務面の事項を含</li> </ul>

	ESG に関する記載
	<p>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。(指針 3-3)</p>
コーポレートガバナンス・コード	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 上場会社には、株主以外にも重要なステークホルダーが数多く存在する。&lt;中略&gt;上場会社は、自らの持続的な成長と中長期的な企業価値の創出を達成するためには、これらのステークホルダーとの適切な協働が不可欠であることを十分に認識すべきである。また、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。(基本原則 2「考え方」)</li> <li>➤ 上場会社が、こうした認識を踏まえて適切な対応を行うことは、社会・経済全体に利益を及ぼすとともに、その結果として、会社自身にも更に利益がもたらされる、という好循環の実現に資するものである。(基本原則 2「考え方」)</li> <li>➤ 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。(原則 2-3)</li> <li>➤ 取締役会は、サステナビリティ (持続可能性) を巡る課題への対応は重要なリスク管理の一部であると認識し、適切に対処するとともに、近時、こうした課題に対する要請・関心が大きく高まりつつあることを勘案し、これらの課題に積極的・能動的に取り組むよう検討すべきである。(補充原則 2-3①)</li> <li>➤ 上場会社は、会社の財政状態・経営成績等の財務情報や、経営戦略・経営課題、リスクやガバナンスに係る情報等の非財務情報について、法令に基づく開示を適切に行うとともに、法令に基づく開示以外の情報提供にも主体的に取り組むべきである。その際、取締役会は、開示・提供される情報が株主との間で建設的な対話を行う上での基盤となることも踏まえ、そうした情報 (とりわけ非財務情報) が、正確で利用者にとって分かりやすく、情報として有用性の高いものとなるようにすべきである。(基本原則 3)</li> </ul>

また、ESG に関する取組について、政府は 2016 年 5 月から 6 月にかけて以下の方針等 (一部抜粋) を閣議決定した。

	ESG に関する方針等
地球温暖化対策計画【2016 年 5 月】	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 投融資先の企業の活動を財務面のみならず環境面からも評価し、その結果を投融資活動に反映することで、</li> </ul>

	ESG に関する方針等
	環境配慮行動へのインセンティブを付与する環境格付融資や環境・社会・ガバナンスに配慮する ESG 投資、機関投資家等による ESG の取組に関する方針の公表など温室効果ガス排出削減に貢献する環境配慮行動を金融面から促進するための取組を進めていく。(p52)
経済財政運営と改革の基本方針 2016【同年 6 月】	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 日本経済を持続的な成長軌道に乗せるためには、企業の内部資金を投資につなげていくことが必要である。また、ESG（環境、社会、ガバナンス）や人材投資、研究開発投資などの無形資産への投資を含む取組や、資本効率の向上に向けた取組により、中長期的な成長力や収益力を強化することが重要である。そのため、取引所等の関係者と協力し、コーポレート・ガバナンスの実効性の向上に向けて取り組むとともに、企業と投資家の対話の充実に向けた具体策を検討する。(p12)</li> </ul>
日本再興戦略 2016【同年 6 月】	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ ESG（環境、社会、ガバナンス）投資の促進といった視点にとどまらず、持続的な企業価値を生み出す企業経営・投資の在り方やそれを評価する方法について、長期的な経営戦略に基づき人的資本、知的資本、製造資本等への投資の最適化を促すガバナンスの仕組みや経営者の投資判断と投資家の評価の在り方、情報提供の在り方について検討を進め、投資の最適化等を促す政策対応について年度内に結論を出す。(pp.147-148)</li> <li>➤ 投資決定に当たって、ESG 要素を重視する見方が広がり、更に進んで国連投資責任原則に署名する機関投資家が増えつつあることも踏まえ、企業の中長期的な成長力や収益力の強化に向けて、企業と投資家との対話が積極的に進むように促す。(p151)</li> <li>➤ 年金基金等において、スチュワードシップ・コードの受入れの促進など、コーポレートガバナンスの実効性の向上に向けた取組を通じて、加入者等の老後所得の充実を図る。(p162)</li> </ul>

2015 年 9 月には、世界最大の年金資産規模を持つ年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）が PRI に署名した<sup>22</sup>。署名に当たり、GPIF は、「ESG の取組みに係る基本方針」を公表し、スチュワード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、自らの ESG に対する考え方を明確にするため、PRI に署名することを明らかにした<sup>23</sup>。GPIF は、署名後、ESG を考慮した「企業価値の向上や持続的成長」に向けた運用受託機関のエンゲージメント活動について、自主的な取組をこれまで以上に促すための施策を講じており、2016 年 7 月には「国内株式を対象とした環境・社会・ガバナンス指数の公募」を公表した。その中では、以下のように、GPIF が投資に ESG の要素を考慮することの意義などを明らかにしている。

<sup>22</sup> 我が国では、GPIF の PRI 署名後、PRI に署名する機関投資家等の増加傾向が強まっており、年金基金では、2016 年 5 月に企業年金連合会（PFA）が署名。

<sup>23</sup> GPIF（2015）「国連責任投資原則への署名について」。

【「国内株式を対象とした環境・社会・ガバナンス指数の公募」中、1. 目的（抜粋）】

年金積立金管理運用独立行政法人（以下、当法人）のようなユニバーサル・オーナー（広範なポートフォリオを持つ大規模な投資家）<sup>24</sup>にとって、環境や社会の問題などネガティブな外部性を最小化することを通じ、ポートフォリオの長期的なリターンの最大化を目指すことは合理的である。また、環境・社会・ガバナンス（以下 ESG）の要素を投資に考慮することで期待されるリスク低減効果については、投資期間が長期であればあるほど、リスク調整後のリターンを改善する効果が期待され、当法人が投資に ESG の要素を考慮することの意義は大きい。

ESG の要素が考慮された株価指数についても、取組が進みつつある。(株)東京証券取引所は、他社との共同指数を複数算出・公表しているほか、日本銀行は、2015 年 12 月、政策委員会・金融政策決定会合において、設備・人材投資に積極的に取り組んでいる企業の株式を対象とする ETF を買入れることを決定した<sup>25</sup>。なお、ここで適格とされる ETF の基準には、人材投資への取組姿勢等のほか、適切な企業統治の要素も含まれる。

このように、我が国でも ESG 情報を考慮する意識は高まりつつあるものの、未だ多くのインベストメント・チェーンのプレイヤーにとって「取り組むべき課題」にとどまっているとみられる。また、何が企業の持続的成長や中長期的な企業価値の向上に資する ESG 情報や ESG 投資となり得るかについても、十分に理解が深まっているとは言い難い。欧米に比べると、取組の本格化に向けてまだ日が浅いとも考えられ、今後、市場が健全に育ち成熟していくためにも、インベストメント・チェーンのより多くのプレイヤーが、ESG に関連する知識や知見等を適切に身に付け、実力を備えていくことが期待される。

---

<sup>24</sup> GPIF は、ユニバーサル・オーナーシップの考え方等を、経済産業省が 2016 年 8 月に設置した「持続的成長に向けた長期投資（ESG・無形資産投資）研究会」の配付資料の中で紹介している。同資料の URL は次のとおり。

[http://www.meti.go.jp/committee/kenkyukai/sansei/jizokuteki\\_esg/pdf/001\\_07\\_00.pdf](http://www.meti.go.jp/committee/kenkyukai/sansei/jizokuteki_esg/pdf/001_07_00.pdf)

<sup>25</sup> 日本銀行（2015）「当面の金融政策運営について」（別添「量的・質的金融緩和」を補完するための諸措置の導入）。

### 第3章 ESG投資の実践に向けた課題と取組の方向性

—— ESG投資の実践に向けては、各般にわたる様々な課題が存在すると考えられる。主要プレイヤーが、それらの課題を一つひとつ乗り越え、実力を備えることは、インベストメント・チェーンが実効的なネットワークとして機能する上で欠かせない取組といえる。一方、各プレイヤーが持ち得る行動指針やルール、あるいはヒト・モノ・カネといった経営資源等は当然に各種各様であり、ESG投資が息の長い取組として我が国に適切に普及・定着するためには、各プレイヤーが、そうしたフィージビリティや実効性の観点も踏まえ、自らの実情に応じた柔軟な判断、工夫等を組織的・能動的に行うことが重要と考えられる。以上を踏まえて、ここでは国内外の事例も手掛かりに、ESG投資の先進的な実践に向けた課題と取組の方向性につき、やや具体的に紹介する。

#### 第1節 アセット・オーナー

##### (1) インベストメント・チェーンに対する一層の理解

長期投資家としてのアセット・オーナーは、運用方針等を通じて、自らがインベストメント・チェーン、ひいては資本市場に対し影響を及ぼし得る立場にあることを理解する必要がある。そうした基本認識のもとで、以下の課題に対する実効的な取組は展望できる。

##### (2) 運用受託機関との対話等の充実

インベストメント・チェーンの資金の流れに沿うと、初めにアセット・オーナーと運用受託機関の結節点における対話等が重要となる。アセット・オーナーと運用受託機関の間で投資時間軸が適切に共有されると、非財務情報の重要性に対する相互理解が成立しやすくなり、リスク・リターンに対する目線や考え方の共有も進むと考えられる。そうした安定的な関係性をベースに、アセット・オーナーは、機関投資家にとって日本版スチュワードシップ・コードやPRIがなぜ必要なのかを十分理解し、運用受託機関に対し、自ら期待することを明確に説明できるようになることが、また、運用受託機関は、アセット・オーナーの期待にも適切に答えていけるよう、日本版スチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コード（以下、「2つのコード」という。）等を踏まえ、企業の持続的成長に資するよう対話力の強化等に取り組むことが、それぞれ肝要である。その上で、ESG課題に対する運用受託機関の個々の取組——例えば、財務情報に基づく従来の投資・意思決定プロセスにESG要素を考慮する仕組みを導入し、運用体制やリスク管理体制の高度化を図る取組（以下、「ESGインテグレーション」という。）<sup>26</sup>——等の重要性を双方で共有することは、対話等の充実にとって必要不可欠といえる。アセット・オーナーは、ESGに関する運用受託機関の問題意識や取組を能動的に理解し、建設的な関係を育むことが、中長期的な投資リターンの安定確保、すなわち最終受益者の利益の確保につながる「様々なリスク要因の考慮」を促す行動でもあることを認識する必要がある。

<sup>26</sup> ESG投資手法は、現在、標準的にはこの「ESGインテグレーション」のほか、ネガティブ・スクリーニング、ポジティブ・スクリーニング／ベストインクラス、国際規範によるスクリーニング、サステナビリティ・テーマ投資、インパクト投資、エンゲージメント／株主行動、と7つのカテゴリーで分類される。各カテゴリーの概要は、日興リサーチセンター株式会社（2016年）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』の第1章を参照。同報告書のURLは次のとおり。  
<http://www.gender.go.jp/policy/mieruka/company/27mierukachosa.html>

### (3) 運用受託機関に対する管理・監督の実効性向上

アセット・オーナーが、運用受託機関の選任・契約締結に際し、スチュワードシップ責任や ESG 投資に対する取組状況等を評価対象項目に加えた場合、上記の取組に対する運用受託機関の姿勢は一層促されると考えられる。また、委託先管理の適正化に向けて、運用受託機関に対し、投資先企業の持続的成長に資する行動実績（エンゲージメント、議決権行使等）の定期報告を求め、委託先評価につなげる仕組みを整備したり、アセット・オーナーが自ら能動的に ESG 課題に関する質問力を高め、効果的なモニタリングを志向することは、運用受託機関の運用体制やリスク管理体制の高度化等を後押しする極めて重要な取組である。その際、「ESG に関する対話を何件実施したか」、「その結果、リターンがどれだけ得られたか」等、プロセスの最後の結果を問う視点にとどまらず、「どういった対話を行い、どのような効果が期待できるか」、「得られたリターンの背景と持続性をどう分析・評価しているか」等、その中身を具体的に問う、より実質的な視点が、取組の実効性を確保する上で重要と考えられる。

### (4) 長期投資家としての専門性向上

このように、アセット・オーナーは、運用受託機関の上記取組に対する適切な評価・モニタリング等を通じて、当該取組を後押しすることができる。そうした後押しは、運用受託機関の中長期的な投資行動を支え、持続的成長を目指す企業との対話の充実にも資すると考えられる。このため、結果的に、ボラティリティが少なくダウンサイドリスクに強いポートフォリオの構築や、リスク調整後の中長期的な投資リターンの安定確保に寄与することなどが期待される。ただし、これらを実践するには、アセット・オーナーが引き続き自己研鑽等を積み重ね、資産運用に関する専門性や知見を高める必要がある。かかる取組は、モニタリング力の強化に加え、運用受託機関の選任に対する「目利き力」の強化等にもつながると考えられるため、極めて重要である。そして、このような自己研鑽等が継続的に行われるためには、必要に応じて、当該取組を促すための組織的かつ実効的な考課の枠組み等を整備することも有効といえる。このほか、例えば、資産運用業務の専門家を長期的に育成する方針をもって、そうした人員を適正に配置していく等といったことも、専門性を持った体制の強化につながると考えられる。

### (5) 運用方針等の改善・充実

以上の取組等に当たり、アセット・オーナーは、長期投資としての資産運用の位置づけを、インベストメント・チェーンの枠組みから十分理解することが大切であることをあらためて指摘しておきたい。そのためには、「財務情報に基づく短期的なリスク・リターンの変動」にとどまらない広い視野と柔軟な発想が求められる。もっとも、それらは長期投資家であれば本来的に持っていることが期待されるものである。そもそもパリ協定に象徴されるような長期的な不確実性の高まりや、ERISA 法の解釈通達の改訂などからも窺える ESG 要素に対する考え方の着実な前進、グローバル・イシューと金融経済活動の関係に対する国際的な危機意識の高まりを踏まえると、ESG 情報等を能動的に考慮しないリスク・リターン認識に基づいて長期・超長期にわたり資産運用を行うことが、受益者保護の観点から最善を尽くした適正なプロセスと本当にいえるかどうかは、アセット・オーナーが受託者としての責任を果たすための重要な論点といえる。したがって、アセット・オーナーには、そうした論点を組織的に検討し、必要に応じ運用方針等の改善・充実を図る行動力が求められる。その際、上記のような国際的な危機意識の高まりも踏まえると、

「責任ある投資家」としての取組の姿を、理念・方法の両面からしっかりと示していくことは、機関投資家として期待されている取組ではないかと考えられる。

## 第2節 運用受託機関

### (1) 企業との対話等の充実

運用受託機関の投資パフォーマンスが安定・向上するためには、投資先企業がリスクを適正に管理し経済的利益を持続的に産み出す必要がある。また、当該利益の持続力等を見極めるためには、運用受託機関は、企業のビジネスモデルや企業を取り巻く経営環境の変化、それに対応する経営戦略等の非財務情報に関する知識や理解力を向上させる必要がある。それには、運用受託機関が対話等を通じて、企業から、例えば取締役会における経営課題の設定プロセスや取組方針の策定プロセス、組織内連携体制、施策の管理体制等、経営上の主要施策や関係部署の機能等を効果的につなぎ合わせ横断的に把握・評価する上で重要と考えられる要素を的確に引き出すプロセスが欠かせない。そして、そのためには、運用受託機関は、企業の全体像を深く理解する長期投資家としての基本姿勢を企業へしっかり伝えるべく、準備を十分行い、企業から「中長期的なパートナー」として信頼されることが肝要である。また、運用受託機関の対話姿勢も重要である。例えば、運用受託機関は「質問する側」、企業は「回答する側」といった縦割りの関係がなお暗黙の前提として置かれ、柔軟なコミュニケーションから相互に学び合う関係性が見出し難い場合、双方の「共感」に依拠した、新たな企業価値を発見し合う建設的・創造的なプロセスを期待することは現実的に困難といえる。

### (2) アセット・オーナーとの対話等の充実

運用受託機関は、資産運用業務の専門家として企業に関する多種多様な情報を収集・分析し、企業価値を深く理解できる立場にある。このため、企業との対話の機会を持たないアセット・オーナーに対し、経済的利益の源泉としての非財務情報の重要性を説明したり、中長期的視点に基づく投資リスク・リターンのお考えなどを説明することができる。そうした取組は、運用受託機関がアセット・オーナーと中長期的な投資時間軸を共有する上で役立つほか、例えば「ESG インテグレーション」等、運用体制やリスク管理体制の高度化等に向けた自らの取組に対するアセット・オーナーの理解を促すものと考えられる。また、「ESG インテグレーション」等の専門的事項を取り扱う際には、相互理解の観点から平易な図表を用いるなどの工夫を講じつつ、ESGの要素を投資プロセスにどのように組み込んでいるか等の説明を丁寧に行う必要がある。さらに、2つのコードのもとで取り組んでいる事例（例えばエンゲージメントや議決権行使等）を紹介するなど、インベストメント・チェーンで新たに生じている様々な取組をアセット・オーナーに伝え、それらが結果的に投資パフォーマンスの安定・向上に役立つと考えられる理由等を説明することは、インベストメント・チェーンの「つながり」に対するアセット・オーナーの問題意識を促すものと考えられる。

### (3) 経営陣のリーダーシップ

上記の対話等の充実は、企業、アセット・オーナーそれぞれとの円滑なコミュニケーションに役立ち、運用受託機関を軸とする主要プレイヤー間の相互理解にとって有効と考えられる。ただし、そうした取組が継続して行われるためには、一部のアナリスト等による属人的な行動だけで



は限界がある。まず、運用受託機関の経営陣が長期投資家としてのスタンスを明確に示した上で、例えば「ESG インテグレーション」の妥当性や、それに必要なマンパワー等の経営資源の配分、リサーチ体制や人材開発支援体制の整備、ESG に関する外部専門調査機関との提携、PRI への署名等、長期投資における運用体制やリスク管理体制の高度化等に資する論点の整理・検討を、経営課題として設定することが肝要である。2つのコードのほか、長期投資に関するグローバルな方向性も見据えると、これらの検討等を通じて企業の非財務情報に対する感度や受容力・咀嚼力を組織的に高めることは、運用受託機関としての競争力の源泉につながると考えられる。

#### (4) 資産運用業界としての課題認識の共有

運用受託機関が、地球温暖化問題等のグローバル・イシューによって金融経済活動にもたらされるリスクと機会を見出し、投資分析と意思決定のプロセスに適切に織り込むことができれば、中長期的な投資パフォーマンスの悪化を回避・抑制することにつながる事が可能となる。これに能動的に取り組むべきかどうかの判断は、一義的には「ステークホルダーに対する説明責任能力」を受託者としてどこまで高めるべきかとの問題意識に拠るところが大きく、長期投資家は能動的に取り組むべき立場にあるといえる。他方、取り扱う情報の性質上、ESG の要素には財務情報に基づく定量分析には馴染まない面もある。このため、例えば経済的利益を短期的視点で評価する立場等からは、ESG 投資は「特殊で分かり難いもの」と映り、「社会を良くすることを目的とした選別投資」と表面的に理解される可能性もある。

そうした様々な立場の違いや見解の相違等が存在し得る中、今後、ESG 投資が、普及等に向けた軌道に着実に乗っていくかどうかは、資産運用業界が、中長期的な企業価値向上の観点から社会や経済の持続可能性にとって有意義な取組等を行っている企業を、どのように評価するかに関心している面もある。資産運用業界は、自らの持続的成長の観点からも「企業の成長力の源泉」に対するアプローチを豊かにすべく、当該企業が市場で適正に評価されるための考え方や条件・方法等を能動的に研究し、開拓する方向を目指すことが強く望まれる。そもそも経済全体の持続的成長に向けて市場機能が十分活かされるためには、財務情報と併せ、非財務情報を戦略的に使いこなす取組が欠かせない。また、中長期的な企業価値評価において ESG 情報等を考慮することは、財務情報だけから企業を分析・評価するよりも多くの情報を考慮した分析等を行えるため、様々なリスクを見極めた投資判断につながる事が可能となる。運用受託機関は、そのような投資判断能力を備え、中長期的な視点で受益者の継続的なリターン向上を実現するという資産運用の専門家としての責任を、あらためて認識する必要がある。

### 第3節 企業

#### (1) 運用受託機関との対話等の充実

運用受託機関は、企業の開示情報や企業との対話等から、当該企業に対する投資判断に資する様々な情報を収集し、分析・評価する。もともと、そうした取組によっても、企業と運用受託機関の間には情報の非対称性が残るため、企業には、自社がより適正に評価されるよう、質・量ともに十分な情報を能動的に発信し、運用受託機関の企業理解を補い、促す姿勢が求められる。さらに、自社の持続的成長に向けた取組等に対する理解を相手側から有効に引き出し、自社への深い理解を後押しする努力・工夫——企業による運用受託機関に対する「目的を持った対話」(エ

ンゲージメント)——も望まれる。特に海外の機関投資家等と対話を行う場合には、企業価値評価を受ける前提として、必要に応じ、我が国固有の情報(例えば自社が関係するルールや制度の成り立ち、企業文化、商習慣、地震が発生しやすい地質学上の特徴等)に係る非対称性を解消すべく、相互理解を戦略的に深めることは重要である。

## (2) 対話力の向上に向けた工夫

一般的なルールや定義のもとで定量的に表現され、共通理解を得やすい財務情報と異なり、多種多様な非財務情報を客観的に評価し、企業価値に結び付け、さらに持続的成長に向けた目線や考え方を運用受託機関と共有するためには、特定の部署を超えた様々な関係者の協力が必要となる。例えば、対話の場において、運用受託機関から「廃棄物処理やリサイクルの体制改善に伴う経済効果の考え方」や「社員の年齢構成の変化が企業活動に及ぼす影響と課題」等の質問を受けた場合、IR 部署のみで対応することは困難といえる。今後、企業価値評価において非財務情報の重要性が高まり、ESGに関する質問事項が増えるとも予想される中、対話の場にCSR 部署等も揃って同席し、“ワンストップ”で説明できるよう態勢面の整備・充実を図ることは望ましい方向といえる。異なる部署が役割に応じて異なる視点から説明することでシナジーが生まれ、運用受託機関の企業理解が一段と深まることは十分考えられる。また、対話の場に同席し、異なる部署間で運用受託機関の視点や問題意識等を理解し合える社員が多いほど、組織としての対話力は向上すると考えられる。そうした対話力の向上の結果として、営業力の強化や情報コストの削減等を期待することもできる。

## (3) 経営陣のリーダーシップ

運用受託機関との対話に向けて、企業は、「何について理解してもらいたいのか、理解を深めてもらいたいのか」との課題認識を明らかにし、コミュニケーションの軸を整えておくことが望ましい。そのためには、財務情報に加え、非財務情報に関する分析・評価結果等を組織的に吸い上げるレポーティングラインを構築し、経営陣が自社の現状を十分理解し将来像を的確に描けるようにする必要がある。また、経営陣には、IR 活動が自社にもたらす価値を考察し、理解した上で、「効果的な情報開示・対話の方法」等を探るべく関係部署に対し調査検討指示を行い、必要に応じ、組織構造や部署間の連携・人材交流のあり方等を柔軟に見直す行動力が求められる。その際、関係部署は、国内外の企業の情報開示・対話の取組事例や非財務情報の開示動向等について知見を身に付けるほか、各担当部署としてそれぞれ重視している情報を経営陣に提供し、気づきを促すなどの取組を行うことも望まれる。このような様々な取組が組織立って行われ、経営陣と関係部署が「車の両輪」として噛み合っている企業は、組織として進むべき方向性も明らかであり、開示や対話の面で他社対比優位に立つことが想像される。また、そうした企業は運用受託機関からも一目置かれ、建設的な関係を築いていきやすいと考えられる。

## (4) グローバル・イシューに対する経営陣の感度向上と取締役会の役割・責務

経営陣は、非財務情報の開示を巡る国際的動向に関心を持ち、運用受託機関との対話も通じて、その背景にある市場関係者の危機意識について理解を深める必要がある。グローバル・イシューに対する経営陣の感度が弱い企業は、ESG 課題に係る当事者意識の低い組織となりがちであるため、長期投資家から高評価を受けることが今後さらに難しくなると考えられる。そうした感度の弱い企業は、中長期的な市場見通しを誤った設備投資計画を選択したり、新しい規制の流れに

乗り遅れ、後々製品回収を強いられる等のリスクや、グローバル・イシューのもとで新たに産み出されるビジネス機会を取り逃がすリスクを抱える可能性もある。また、今後、グローバル・イシューに対する経営陣の感度向上が長期投資家から一段と求められることが予想される中、経営戦略上の持続可能性を巡る課題に関して、取締役会が、長期的思考に基づく経営陣の意思決定等を後押しすることは極めて重要である。

#### **(5) 母体企業としての年金基金との適切なコミュニケーション**

企業は、退職給付会計のもとで年金基金の状況を自らの財務諸表に反映している。年金基金の資産は毎期末時価評価され、受給者等に支払うべき将来の給付額は退職給付債務として計上される。当該資産と負債が釣り合わず、仮に資産が負債よりも少ないと、その差額は退職給付に係る負債として企業の貸借対照表に表示される。また、年金運用に失敗し、年金資産額が小さくなるほど退職給付に係る負債は大きくなり、純資産の減少につながる。このように、現在の会計制度のもとでは、運用成績の影響が母体企業の財務基盤に短期的・直接的に及ぶことから、企業側は年金基金の運用方針やリスク認識等に関心を持つべき立場にあるといえる。すなわち、母体企業は、最終受益者の利益を最大化するという年金基金の責務を前提としつつ、自らの財務基盤の安定性を中長期的に確保する観点からも年金基金の資産運用に対する理解を深める必要があるほか、年金基金に対し、中長期的な投資時間軸の重要性や持続的成長に向けた一企業としての問題意識を伝えるなど、年金財政や資産運用に関するリスク認識等について、年金基金とコミュニケーションを適切に図ることが大切である。また、ESG投資は、結果的に、地球環境問題等のグローバル・イシューの影響の緩和などにも資することが期待されるため、将来的な従業員の福祉にとって有益と考えられる。母体企業が、そうした従業員の老後や福祉の観点も含む全体的見地から自らのガバナンスのあり方や実効性を点検し、その一環として、例えば年金運用に関連する様々な情報交換を年金基金との間で行っていくことは、望ましい方向といえる。

## 第4章 インベストメント・チェーンを補強し、支えるプレイヤー

—— インベストメント・チェーンには、主要プレイヤーのほかにも複数のプレイヤーが存在する。それらはインベストメント・チェーンを補強し、支えるプレイヤーといえ、主要プレイヤーとの相互依存関係や牽制関係を通じ、互いに影響し合いながらチェーンを構成している。そうした個々のプレイヤー間で建設的な関係が成立し、シナジーが見込めるほど、このチェーンの、経済的利益を産み出す社会的公器としての機能は発揮されると考えられる。以下では、それらのプレイヤーに期待される役割等を挙げる。

### (1) 年金コンサルタント

年金コンサルタントは、年金基金に対し、年金資産の管理運用に関する助言等、様々なサービスを提供する立場にある。このため、年金基金に対し、年金運用における中長期的な視点の重要性を伝えることなどを通じて、日本版スチュワードシップ・コードの受け入れを表明している運用受託機関等との建設的な関係構築を後押しできる。また、「ESG インテグレーション」等、ESGに関する運用受託機関の個々の取組や成果に対する年金コンサルタントの適切な評価は、運用受託機関がスチュワードシップ責任を果たすためのインセンティブになると考えられる。

### (2) セルサイドアナリスト

証券会社の調査部門等に所属しているセルサイドアナリストの主な役割は、企業が発行している個別証券を売買するバイサイドの運用受託機関等に、当該企業に対する投資判断に資する情報を提供することである。また、セルサイドアナリストは、個別証券の分析・評価レポートの英訳等を通じて、自らのオピニオンを海外の機関投資家にも幅広く提供できる。このため、セルサイドアナリストが発信する投資判断のシグナルは、インベストメント・チェーンに伝播しやすい。今後は、企業価値評価における非財務情報の重要性がますます高まり、資産運用業界においてESGに関する投資情報ニーズが広がることも予想される。そうした面からセルサイドアナリストの役割に対する期待が高まり、セルサイドアナリストがESG情報を考慮した投資シグナルの発信に能動的に取り組んだ場合、これがきっかけとなり主要プレイヤー間の対話等が充実することは十分考えられる。

### (3) 金融情報サービスプロバイダー

近年のESG投資の飛躍的發展は、金融情報サービスプロバイダーの進化に支えられている面が大きい。国内外の膨大な個別企業情報のデータベース整備を進めているほか、データ利用者の利便性向上、データ加工・分析機能やESG要素のスコアリング機能の高度化、ESG要素を考慮した株価指数の商品ラインナップの充実等、ESG情報を投資実務へ円滑につなぐ橋渡し役として金融情報サービスプロバイダーはインベストメント・チェーンを支えている。今後、さらなるサービス向上の一環として、例えば世界の国や地域が固有に抱える課題の違い等にも一層深く目配りし、考慮した上で、企業情報の分析・評価の枠組みや商品設計の枠組みの精緻化等を図ることが期待される。また、運用受託機関には、中長期的な投資パフォーマンスの安定確保を図る観点から、「ESG インテグレーション」といった体制整備と併せ、これらのサービスにも習熟し、運用体制やリスク管理体制の高度化等を目指すことが望まれる。なお、ERISA法の解釈通達の改訂などを背景に、同程度の投資パフォーマンスであれば、今後、ESG要素を考慮した金融商

品を嗜好する運用受託機関は増える可能性がある。その場合、運用受託機関は、社会や経済の持続可能性に資する企業を相対的に高く評価しているといえ、金融情報サービスプロバイダーは、運用受託機関のそうした投資行動を後押しできる立場にある。

#### (4) 労働組合

日本労働組合総連合会（以下、「連合」という。）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」（以下、「ガイドライン」という。）を策定し、2015年12月に改訂した<sup>27</sup>。ガイドラインでは、ワーカーズキャピタルを「年金基金など、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」と定義し、労働者（労働組合）を「ワーカーズキャピタルの所有者」と位置づけた上で、労働者に対し、年金運用等に関する所有者としての責任と権利を自覚的に促している。具体的には以下のとおり定義した“責任投資”に取り組むことを求めている。

責任投資とは、ワーカーズキャピタルの投資判断に際し、財務的要素に加えて、非財務的要素である ESG（環境、社会、ガバナンス）を考慮すること、およびその観点から資産所有者としての権利を行使することである。

ガイドラインの策定に向けた取組が本格化した時期は、リーマンショックが発生し、その影響が顕著に現れた 2008～2009 年頃とされる。いわゆる金融マネーの暴走とワーカーズキャピタルの関係などについても議論が行われ、ワーカーズキャピタルの運用の基本理念には「過度に短期的な利益追求を助長させる行動を排除し、中長期的かつ安定した収益の確保に努める」こと等が明記されている。ガイドラインは、上記の“責任投資”を、そうした安定収益の確保を可能とする手段と位置づけている。また、ガイドラインには、「責任投資の導入の流れ」として、労働組合としての責任投資に関する基本方針の決定から、責任投資導入後のモニタリングまでのフローが明記されている。労働者という最終受益者の立場において、中長期的かつ“責任”を踏まえた視点から、ワーカーズキャピタルの管理運用に関する評価等を積極的に行おうとする連合の取組は、運用受託機関に対する年金基金の対話力の強化等を促すものといえる。

#### (5) NPO等

我が国では、ESG 投資等の普及・啓発に向けた活動を行っている様々な団体があるが、その一つに、2001年10月に発足し長年活動を続けている NPO 法人日本サステナブル投資フォーラム (JSIF) が挙げられる。JSIF は当該投資分野に関係するプレイヤーや興味のある個人に対し、第一線の有識者を交えたインタラクティブな意見交換・研究の場を提供している。2016年1月には、「日本サステナブル投資白書 2015」を公表し、我が国における同分野の実態等を調査し詳細に報告している<sup>28</sup>。また、海外の同様な団体である各国の SIF 等と共同してグローバルなサステナブル投資の状況を報告するレポートを 2年に1回公表している<sup>29</sup>。JSIF は、PRI の、また UNEP FI が提唱した自然資本への取組である自然資本宣言 (NCD) <sup>30</sup>の公式サポーターでもあ

<sup>27</sup> 日本労働組合総連合会 (2015) 「ワーカーズキャピタル責任投資ガイドライン (改訂版)」。

<sup>28</sup> JSIF (2015) 「日本サステナブル投資白書 2015」。

<sup>29</sup> GSIA (Global Sustainable Investment Alliance) は、2013年以降、JSIFのほか、米国の US SIF、英国の UK SIF、欧州連合の Eurosif 等と共同して世界の主要地域におけるサステナブル投資の現状を取り纏めた報告書を公表している。GSIA の URL は次のとおり。 <http://www.gsi-alliance.org/>

<sup>30</sup> NCD の名称変更につき、脚注 20 参照。

る。我が国では、ESG 投資は今後さらに開拓される可能性があり、例えば ESG 投資や持続可能な社会の構築等に関して海外の様々な団体と連携してグローバルな情報を国内に伝え、また我が国の状況を海外に伝えることを通じて、国内における ESG 投資等の普及・啓発にこれまでも努めてきた JSIF のような活動は、インベストメント・チェーンのさらなる発展にとって有意義といえる。

## (6) 業界団体

日本版スチュワードシップ・コードの 7 つ目には、以下の原則が掲げられている。

機関投資家は、投資先企業の持続的成長に資するよう、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づき、当該企業との対話やスチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための実力を備えるべきである。

同原則には「実力を備えるべき」とあるが、実力を備え、これを投資分析と意思決定のプロセスの中で適切に活かすためには、運用受託機関が、経営として、体制整備の観点も踏まえ、しっかり取り組むことが肝要である。これらは、基本的には各運用受託機関において取り込まれるべき課題であるが、資産運用業界として、対話に関する様々な事例等を共有・蓄積し、運用受託機関の個々の取組を支援する体制を整えることは望ましい方向といえる。資産運用業界には各運用受託機関が所属する団体（協会）があるため、日本版スチュワードシップ・コードの実効性向上に向けて、そうした団体においても、7 つ目の原則をはじめ、運用受託機関による対話力強化に向けた取組等を支援することは重要といえる。

## (7) マスメディア

テレビや新聞、雑誌等のマスメディアは、世論の形成にとって極めて重要な役割を果たす。マスメディアが、企業業績や機関投資家の投資パフォーマンス等に関する情報を、中長期的な視点からも適切に評価・発信することは、より多くの関係者が投資における長期的思考の重要性に気づく機会になるともいえ、インベストメント・チェーンの機能向上を促す面があると考えられる。

## (8) 政府

近年、複数の省庁が、自らの所管事項のもとで 2 つのコード等に関する施策に取り組んでいる。関係省庁間の情報交換や連携、施策の方向性の共有等は、我が国全体としての政策効果の観点からも意義があるといえる。

環境省では、2013 年度より、インベストメント・チェーンの「対話」に着目した施策として「環境情報開示基盤整備事業」に取り組んでいる。これは、企業と投資家の対話の充実に向けた支援事業として、企業が開示している環境情報をデータベース化し、環境情報の入手・比較分析のしやすさ等、投資家が企業と対話を行う上で有効と考えられる機能を組み込んだ「環境情報開示システム」を構築するものであり、現在試験的な運用が行われている<sup>31</sup>。今後は、この施策と

---

<sup>31</sup> 環境省は、2016 年度から本事業を“実証運用期”と位置づけ、「企業と投資家等が集い、豊かな対話が発生するプラットフォーム」の運用を目指している。この間、企業の参加者数は 64 (2013 年度) から 206 (2015 年度)、金融機関等の参加者数は 13 (同) から 95 (同) と、それぞれ増加傾向にある。なお、2016 年度の参加者数 (12 月末現在) は、企業が 255、金融機関等が 159 と、いずれも 2015 年度を上回っている。同省は、現在、一定の実証運用期を経て本格運用へつなげていくことを計画中。

のシナジーを見据えると、例えば「投資家と企業の対話等に資すると考えられる環境情報の整理」等が主要な検討テーマになると考えられるが、そうした検討の成果をインベストメント・チェーンの機能向上に活かす方策等を関係者間で議論することは、望ましい方向といえる。

また、環境省が、金融業界横断的なプラットフォームである「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）」を、引き続き、環境政策の有効なツールとして適切に活用することは、ESG投資に関する普及・啓発等にとって重要といえる。ESG投資が息の長い取組として我が国に適切に普及し、定着するためには、幅広い金融業界関係者による21世紀金融行動原則への積極的な署名や持続可能性を巡る課題に対する能動的な取組のほか、このような政府による継続的な下支えも肝要である。

## 【コラム】“E”に関する事例について

○ ここでは、本書に対する理解を深める一つの手掛かりとして、インターネット上で公開されている情報等をもとに、ESG 課題の“E”と企業との関わりについて、幾つかの事例を以下の分類で紹介する。

- ① “E”の課題が企業活動に大きなマイナスの影響を及ぼした事例
- ② “E”に関するリスクの顕在化を回避するために企業として対策を講じている事例
- ③ “E”に関する課題をビジネスチャンスと捉えて企業が活動している事例

### ① “E”の課題が企業活動に大きなマイナスの影響を及ぼした事例

(原油流出事故に伴う環境汚染に対するペナルティ)

- ・ メキシコ湾で原油掘削中に爆発事故が発生し、大量の原油が海洋へ流出。この事故は、メキシコ湾の漁業や観光業等に深刻な影響を与えたほか、湾内の生態系にも大きな被害をもたらした。事故を起こした企業は 208 億米ドルの賠償金を支払うこととなった。被害地域の清掃関連費用や訴訟関連費用も多額に及んだ。

(不適切な排出ガス規制対応に対するペナルティ)

- ・ 排出ガス規制をクリアするため、不正なソフトウェアを自社製造自動車に搭載し、米国内では数十万台を販売。当社は、自社製の自動車の所有者との和解金等として 147 億米ドルを支払うこととなるなど、多額の費用負担を被った。

(水資源の有限性や利用可能性に対する不十分な理解等が招いた住民・消費者運動)

- ・ アジア地域所在の工場で、約 50 万リットルの地下水を日次でくみ上げ、清涼飲料水を製造。くみ上げが進んだ影響から、一定期間経過後、工場周辺の住民の飲料水や生活用水が枯渇し、水質汚染も進んだ。この事態に直面した地元関係者は、当社に対し、強い抗議活動を行った。結果として、当社は、裁判所から地下水のくみ上げの停止が命じられ、原料を調達できなくなった工場を閉鎖。さらに、抗議活動は当社の本社所在国にも飛び火し、年次株主総会の会場前には抗議のため多数の関係者が詰めかけたほか、特定の地域において当社商品の販売禁止を求める運動等も生じた。

### ② “E”に関するリスクの顕在化を回避するために企業として対策を講じている事例

(自社のリスク・プロファイルの特徴を踏まえた予防的アプローチに基づく管理対応)

- ・ 本業における水資源の重要性を踏まえ、水質低下や干ばつ時の水不足等の課題に対処するため、ワーキンググループを設置。水資源保全に向けた戦略の策定等に取り組んでおり、その一環として、工場の安定かつ持続的な稼働を目的に、複数の工場において水資源の利用効率を高めるシステムを導入。
- ・ 大量の水を使用する工場の安定かつ持続的な稼働を目的に、干ばつ時の水不足等に備え、その水源（地下水）地帯に約 3 万箇所の雨水浸透溝を構築。雨水循環を促進し、地下水を効果的に確保することで、無駄のない雨水の活用を企図。



(サプライチェーンの視点も踏まえた原材料の調達・管理体制の整備)

- ・ 生物多様性の保全と持続可能な資源利用という社会的責任を果たすため、木材調達方針等をまとめた独自の「木材調達ガイドライン」を策定。同ガイドラインでは、WWF ジャパンが作成・公開している「林産物調達チェックリスト」(責任ある林産物の購入 森と人をつなげる"チェックリスト")<sup>32</sup>を使用し、①木材原産地の森林の把握(トレーサビリティの確認)、②原産地の森林に関する「森林管理の適切性」の確認及び経済・環境・社会に配慮した12の基準に則ったチェックを実施。評価の最も低い木材については仕入先企業とともに改善を目指す一方、改善が難しいと判断された場合には調達を見合わせる場合もあるなど、サプライチェーンの視点を重視。

### ③ “E”に関する課題をビジネスチャンスと捉えて企業が活動している事例

(古いタイプの製品を性能の高い新しいタイプに替える取組)

- ・ アジアやアフリカ等の無電化地域にソーラーランタン(太陽光発電により充電して点灯する照明器具)を購入可能な価格で提供。従来の灯油ランプをソーラーランタンに替えることで温室効果ガスの排出量を削減するほか、灯油ランプに起因する健康被害の解消、燃料代の不要化に伴う家計負担の軽減等にも寄与。

(既存の技術・商品を活かして新しい市場を開拓する取組)

- ・ 地域の茶農家や行政とパートナーシップを築き、地元の市町村や事業者が主体となって造成した大規模な茶園に、茶葉生産に関する当社の技術・ノウハウを全面的に提供。地域の雇用創出にも貢献。また、茶殻に含まれる有効成分の研究を行い、茶殻を「有効資源」として用いた当社独自のリサイクルシステムを開発(茶殻を、消臭効果を持つ畳床や抗菌効果のある日用品等向けに応用)。茶殻配合分だけ、従来、製品に使用していた原料使用量を削減できる。

(リスクから生活基盤を守り地域とともに持続的成長を目指す取組)

- ・ 東南アジアの小規模農家に対し、干ばつ被害に伴う損害を緩和するために、累積降水量が一定値を下回った場合等に定額の保険金額を支払う商品(「天候インデックス保険」)を提供。気候変動に伴う農作物被害の補償を通じて、当該農家の自立と生活水準の向上を支援。リスクに脆弱な社会層へのソリューションの提供を通じて持続可能な社会の実現に貢献するとともに、当社自身の持続可能な成長を目指す。

<sup>32</sup> 林産物調達チェックリストに関する情報は WWF ジャパンのホームページに掲載されており、URL は次のとおり。 [http://www.wwf.or.jp/activities/nature/cat1219/wwf\\_1/](http://www.wwf.or.jp/activities/nature/cat1219/wwf_1/)

## おわりに

本書では、機関投資家による持続可能性を巡る課題を考慮した投資を念頭に、インベストメント・チェーンにおける様々なプレイヤー間の建設的な関係と、それを支える相互理解や信頼関係の重要性を強調した。そうした関係の構築に向けては、自らと関係し得る他のプレイヤーの役割に関心を持ち、他のプレイヤーの取組等を能動的に学び、これらを通じて自らの機能や役割に対する理解を深める柔軟な思考が欠かせない。特にインベストメント・チェーンの主要プレイヤーには、建設的な関係を築いていく上で、何が不足し、それをどう補い、対話に向けてどのような準備を行えばよいか等を真摯に検討する姿勢が求められる。各プレイヤーが、そうしたつながりを意識し、相互に高め合う関係を目指すことにより、社会的公器としてのインベストメント・チェーンの進化は期待される。

21 世紀における経済の持続的成長や健全な発展は、インベストメント・チェーンが進化の過程で本検討会の名称にもある「持続可能性を巡る課題」をどこまで深く、かつ的確に吸収・消化できるかに拠っている面が大きいと考えられる。コーポレートガバナンス・コードでは、上場会社が持続可能性を巡る課題への対応を重要なリスク管理の一部であると認識し、適確に対処することなどが、「社会・経済全体に利益を及ぼすとともに、その結果として、会社自身にも更に利益がもたらされる、という好循環」の実現に資するものとされている。このように社会・経済全体と会社を互恵的なつながりから捉える視点は、ESG 投資が求める視点そのものである。

ESG 投資は、財務情報を踏まえつつ、中長期的な視点から多種多様な情報と企業価値を統合的につなぎ合わせる知的作業を伴う。そこには、一見すると企業価値と関係がないと思われる情報の中に、持続的成長にとって管理すべきリスクや、必要な経済的利益の源泉を見出すプロセスが含まれる。地球温暖化問題のような専門性の高いグローバル・イシューとの関連性を読み解く上では、自助努力では補い切れないところを特定し、専門家等と連携強化を図る工夫なども、場合によっては必要と考えられる。それは、立場の異なる他者とのつながりをもって知恵を産み出すプロセスといえ、ESG 投資には、そうしたプロセスを育む要素がある。

産業革命以降の急速な経済成長は、地球資源の積極的な開拓・利用に加え、分業化や専門化を通じた効率性の追求等によってもたらされた面も大きい。この間、市場では数値化や標準化に馴染む財務指標等が企業価値評価の判断基準として定着した一方、21 世紀の今後を冷静に見据えると、そうした財務情報とともに、地球環境問題等のグローバル・イシューにつながる非財務的な諸情報が、投資行動や企業行動の判断基準の要素として能動的に加味されることが極めて重要である。インベストメント・チェーンにおいて、この新たな取組が円滑かつ実効的に行われるためには、目の前にある数多くの課題を、組織としても、個人としても、一つひとつ着実に改善し、克服していく精神——自ら行動を起こそうとする精神——が肝要である。その地道な取組の積み重ねを経る過程は、投資家や企業が、自らつながりを求め、創り出すことに価値を見出す過程、経済活動における多様なつながりの重要性を再認識する過程ともなり得る。そうした「つながり」の充実を促す ESG 投資には、経済の持続的成長力を根元から強化する機能や効果が期待される。

以上