

日本のESG投資の現状と今後の展望



(株)日本総合研究所 理事 足達英一郎

投資分析と意志決定のプロセスに環境(E; Environmental)、社会(S; Social)、ガバナンス(G; Governance)の課題を組み込みこんだ投資手法をESG投資と呼ぶ。ESG投資の動きを促進しているとする業界団体が連携したGlobal Sustainable Investment Alliance (GSIA)という組織がある。このGSIAは2年ごとに米国、カナダ、欧州、オーストラリア・ニュージーランド、日本以外のアジア、そして日本のESG投資の資産規模を推計し、その結果を報告書として公表している(正確には、当該報告書ではESG投資ではなく持続可能性投資という名称が用いられている)。それによれば、2016年の世界全体の資産規模は、2,490兆円となっている。

2013年9月25日、安倍首相はニューヨーク証券取引所でスピーチを行い、「バイ・マイ・アベノミクス」と、わが国の株式市場に外国人投資家をこれまで以上に積極的に呼び込む方針を鮮明にした。これを受けて、2014年2月、金融庁は日本版スチュワードシップ・コード「責任ある機関投資家」の諸原則」を制定した。このコードには、原則3に「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」という一文が置かれ、その指針として、「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む様々な事項が

図表 世界のESG投資(持続可能性投資)の資産規模推計(単位:兆円)

	2014	2016	2年間の伸び率
欧州	1,141	1,310	14.8%
米国	696	949	36.4%
カナダ	77	118	53.0%
豪州・ニュージーランド	16	56	258.2%
日本以外のアジア	5	6	18.7%
日本	1	52	6856.7%
合計	1,935	2,490	28.7%

※報告書ではドルで表記されているが、1ドル=105.9円(2014年)、108.8円(2016年)で換算。

(出所) Global Sustainable Investment Alliance's 2016 review

注目すべきは、日本の1兆円から52兆円への大きな伸びである。日本のESG投資の嚆矢は、1999年に登場した「環境問題への取り組みが進んだ企業に投資することで、優れた投資収益の獲得を目指す」エコファンドだとよく言われる。その後、長らく個人投資家向けの投資信託が資産規模のほとんどを占めてきた。これは、年金基金などのアセットオーナーが資産規模の大半を占める欧米とは対称的であった。しかし、2013年に、いわゆるアベノミクスが始まったことで変化が生まれた。

想定される」という記述がなされたのだった。

更に、2015年6月から適用された、わが国のコーポレートガバナンス・コードは、その基本原則2に【株主以外のステークホルダーとの適切な協働】を掲げ、具体的には「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。これらのステークホルダーには、従業員をはじめとする社内関係者や、顧客・取引先・債権者等の社外関係者、更には、地域社会のように会社の存続・活動の基盤をなす主体が含まれる。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」という考え方を盛り込んだ。

そして、2015年9月には、世界最大の年金基金である、わが国の年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)が、「私たちは投資分析と意志決定のプロセスにESGの課題を組み込みます」等の原則を謳う「責任投資原則」への署名を行い、それを公表した。こうした一連の流れのなかで、わが国の複数の機関投資家が、ESG投資の採用を進めていったというのが、この4年間ほどのあいだの大きな変化だといえよう。

直近の出来事としても、6月9日に閣議決定された「経済財政運営と改革の基本方針2017～人材への投資を通じた生産性向上～」には、「コーポレート・ガバナンスの強化」という項目で、「ESG（環境、社会、ガバナンス）投資等により、中長期的に成長力や収益力を強化することも重要である」との記載がなされた。

7月3日には、GPIFが日本株の3つのESG指数を選定し、同指数に連動したパッシブ運用を開始したことを発表した。ESGの要素に配慮した投資は、期間が長期にわた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るとしており、ESG指数の選定にあたってはESG評価の高い銘柄を選別する「ポジティブ・スクリーニング」の手法をとったと説明されている。また、選定したESG指数に基づくパッシブ運用については、当初は国内株全体の3%程度、約1兆円で運用を開始したとしており、中長期的に投資の効果を確認しながら、将来的には他のESG指数の活用やアクティブ運用など含めてESG投資を拡大していくとしている。新聞報道等によると、将来は3兆円規模まで拡大する意向とも伝えられている。

ESG投資は環境金融の有力な一形態であり、わが国におけるその進捗は、環境と金融行動の結びつきを具現化させるものとして評価することができるだろう。それでもなお、前述のGSIA2016年報告書に従えば、日本のESG投資の比率は専門家が運用する証券投資全体の割合で見ても3.4%に過ぎないと推計されている。これが、欧州では52.6%、米国でも21.6%に達する。日本のESG投資はまだ揺籃期と呼ぶに相応しいであろう。

日本のESG投資の今後を展望しても、多くの課題が残されている。第一は、「取り組みの優れた企業を選定

する」という、いわゆる「ポジティブ・スクリーニング」の手法から、問題のある企業を排除する「ネガティブ・スクリーニング」の手法や企業に改善を促す働き掛けを行う「エンゲージメント」の手法への拡がりを実現できるか、という点にあるだろう。海外では、近時、取り組みの優れた企業ばかりを集めて投資を行っても高い運用成績をあげることは困難で、むしろESG評価の伸び率の高い企業に投資することの方が合理的だとする考え方（モメンタム・スクリーニング）が注目を集めている。また、負の外部性を有する企業もしくは業界は、保有資産に損害を与えるという認識を有し、ダイベストメント（投資引揚）、（事業転換などの）エンゲージメント、政府への規制強化の働き掛けなどの動機を有する「ユニバーサル・オーナーシップ」と呼ばれる考え方も、公的年金を中心に台頭しつつある。環境金融の脈絡では、例えば石炭関連ビジネスのダイベストメントや定款変更に関する株主提案などが、わが国でも実現できるかが試金石である。

第二は、「上場株式」を対象とするESG投資から、不動産や債券といった他のアセットクラスへの拡大が実現できるかである。海外では「ポジティブ・インパクト・ファイナンス」と呼ばれる金融行動に、直接的な環境・社会側面の裨益を生む形態だとしての関心が集まっている。その代表例が、グリーンボンドで2016年の新規発行残高は810億ドルに達したことが伝えられている。株式を対象にしたESG投資は海外ではかなり相対化されてきているのが実態である。わが国でも、今後、グリーンボンドの発行や投資を活性化できるかが試金石となる。

第三は、環境。社会側面の企業の取り組みと成果が、企業業績に反映される道筋が、どの程度、ステークホルダーによって形作られるかである。海外では、問題のある企業行動があれば、消費者からのボイコット、マスコミからの企業批判、NGOや労働組合からの問題提起、政府の規制強化などが容易に生まれる。それによって、企業は社会へのペナルティの支払いを余儀なくされ、その事実が株価に敏感に反映される状況がある。わが国でも、例えば、カーボン・プライシングを導入することは、こうした道筋形成に大きく貢献するだろう。

これまでの、わが国のESG投資の伸長は、経済対策として政策的に誘導されてきた面があることは否めない。それを契機としつつも、関係者の自発性や創意工夫、従来慣行の打破、わが国の市民社会の成熟など、ESG投資が真の意味でわが国に定着する条件が、いま必要とされている。