



## ESG 投資を巡るわが国の機関投資家の動向について

日本銀行金融市場局  
荒尾 拓人  
清水 亮介  
小川 佳也

本稿の内容について、商用目的で転載・複製を行う場合は、予め日本銀行金融市場局までご相談ください。

転載・複製を行う場合は、出所を明記してください。

2020年7月  
日本銀行金融市場局  
荒尾 拓人\*  
清水 亮介†  
小川 佳也‡

## ESG 投資を巡るわが国の機関投資家の動向について§

### ■要 旨■

近年、世界的に、ESG 投資を巡る取り組みが、企業側・投資家側双方において加速している。その背景には、気候変動リスクに対する関心の高まりや法制度面からの後押しなどの環境の変化が指摘されている。

わが国の機関投資家も、ESG 投資への取り組みを着実に進めている。ただし、わが国では、ESG 投資の歴史が浅いこともあり、現状、欧米と比べ、ESG 投資を行う目的意識や取り組みスタンスは区々である姿が窺われる。

わが国の機関投資家が直面する実務上の課題として、多くの市場関係者から共通して以下の4点が指摘されている。具体的には、①ESG 投資に利用可能な情報が限られている、②ESG 要素と金銭的リターンの関係性に確信が持てない、③先行きのリスクなどを検討するにあたり、考慮すべき要素（政治・政策、科学技術、気候変動の影響度など）にかかる不確実性が大きい、④最新の科学技術などの専門知識を活用できる体制を整備する必要がある、といった点である。

ESG 投資の世界的な潮流を踏まえれば、わが国の国際的な競争力の観点からも、わが国の機関投資家および企業の双方が、ESG 要素などの非財務情報に関する理解を一層深めていくことが重要である。また、こうした取り組みを通じ、わが国の機関投資家等による ESG 投資関連の取引や投資商品などが増えていけば、わが国の金融市場の機能度向上や活性化にも資するものと考えられる。

---

\* 日本銀行金融市場局<E-mail: takuto.arao@boj.or.jp>

† 日本銀行金融市場局<E-mail: ryousuke.Sshimizu@boj.or.jp>

‡ 日本銀行金融市場局<E-mail: yoshiya.ogawa@boj.or.jp>

§ 本稿の執筆に当たっては、日本銀行スタッフを含め、ESG 投資の専門家などから有益な助言やコメントを頂いた。ただし、残された誤りは全て筆者らに帰する。なお、本稿の内容と意見は筆者ら個人に属するものであり、日本銀行の公式見解を示すものではない。

## [目 次]

|                            |    |
|----------------------------|----|
| 1. はじめに                    | 3  |
| 2. ESG 投資を取り巻く外部環境の変化      | 3  |
| (1) 気候変動リスクに対する世界的な関心の高まり  | 4  |
| (2) 受託者責任等の法制度面の整備         | 6  |
| (3) ESG 投資手法・投資商品の多様化      | 7  |
| 3. ESG 投資を巡る投資家の動向         | 10 |
| (1) 欧米の機関投資家の動向            | 10 |
| (2) わが国の機関投資家の動向           | 11 |
| 4. ESG 投資を巡る課題             | 11 |
| (1) 利用可能な ESG 関連情報の制約      | 11 |
| (2) ESG 投資と金銭的リターンの関係性     | 16 |
| (3) ESG 要素の将来予想に対する本質的な難しさ | 17 |
| (4) 専門知識を活用できる体制整備         | 20 |
| 5. おわりに                    | 21 |
| <br>                       |    |
| BOX1 : 国際環境 NGO の取り組み      | 22 |
| BOX2 : 最近の SDGs 債を巡る潮流     | 23 |

## 1. はじめに

近年、世界的に自然災害や異常気象などが増加しているなか、気候変動リスク<sup>1</sup>への関心が高まっている。企業は、自身が直面している気候変動リスクを適切に管理し、投資家に対して情報を開示する必要性に迫られている。投資家も、企業の気候変動リスクを含めた環境（**Environment**）・社会（**Social**）・ガバナンス（**Governance**）要素に基づくリスク特性を適切に評価し、それを投資判断に利用する取り組み（ESG 投資）を進めている。

こうした取り組みは、欧州では長い歴史を持つが、わが国においては、2015年9月の年金積立金管理運用独立行政法人（以下、「GPIF」）による国連の責任投資原則（Principles for Responsible Investment：以下、「PRI」）<sup>2</sup>への署名が ESG 投資拡大の契機になったと言われており、それ以降まだ5年足らずしか経過していない。そのため、わが国では、全体として、欧米対比、ESG 投資を行う目的意識や運用方針、体制面で整備されていない部分が多いと言われている。

そこで、本稿では、足もとの ESG 投資を巡る世界的な潮流のなかで、わが国の機関投資家が、どのように ESG 投資に取り組み、またどのような実務上の課題に直面しているかを中心に、市場関係者から共通に聞かれた ESG 投資を巡る論点を整理した。さらに、世界の現状なども踏まえつつ、本邦投資家が ESG 投資を一段と発展させていくために留意すべきポイントについて、考察する。

本稿の構成は以下のとおりである。まず、2. では、ESG 投資を巡る世界的な潮流を確認したうえで、その背景にある環境変化について整理する。3. では、わが国の機関投資家の ESG 投資の動向について、欧米の機関投資家との相違点にも触れながら、国内外の市場関係者の指摘などにに基づき整理する。4. では ESG 投資を巡る課題について世界の現状を踏まえながら考察する。最後に、5. で本稿のまとめを行う。

## 2. ESG 投資を取り巻く外部環境の変化

ESG 投資が世界的に拡大している背景としては、国際世論を巻き込んだ気候変動リスクへの関心の高まりや受託者責任などの法制度面からの後押し、さらには、ESG 投資手法・投資商品の拡がりなどが挙げられる。

---

<sup>1</sup> 気候変動リスクは、「物理的リスク」と「移行リスク」に分類される。前者は台風や洪水などの自然災害による直接的な損害、後者は低炭素経済への移行に伴う政策・技術・市場センチメントの変化によって生じる財務的なリスクなどを意味することが多い。

<sup>2</sup> 同原則は、投資判断に ESG 要素を組み込むことなど、ESG 投資の概念を提唱し、「ESG」という言葉の認知度が高まるきっかけになったと言われている。

## （１）気候変動リスクに対する世界的な関心の高まり

ESG 投資は、欧米では従来から年金基金などの一部の超長期投資家を中心に行われていたが、近年では様々な投資家・経済主体が関与している。特に 2000 年代になると、国連などの国際機関の取り組みが中心となって ESG 投資を巡る潮流を生み出してきた。具体的には、①PRI の公表（2006 年 4 月）、②持続可能な開発目標（Sustainable Development Goals：以下、「SDGs」）の採択（2015 年 9 月）、③パリ協定<sup>3</sup>の採択（同年 12 月）、④気候関連財務情報開示タスクフォース（Task force on Climate-related Financial Disclosures：以下、「TCFD」）提言<sup>4</sup>（2017 年 6 月）などが、ESG 投資への取り組みを加速させた重要なイベントとして指摘できる。また、こうした一連の取り組みに加えて、EU 世論調査<sup>5</sup>や世界経済フォーラム（WEF）の「グローバルリスク報告書<sup>6</sup>」、さらには IMF（2019）や Bolton et al.（2020）などからも、近年の ESG 投資をサポートする論調の強まりが窺われる。

こうした動きの背景には、ESG 要素の「E」に分類される気候変動リスクが顕現する場面が頻繁にみられるなかで、同リスクへの関心が世界的に高まっていることが挙げられる<sup>7</sup>。国連等によると、過去 20 年間（1998～2017 年）に自然災害によって発生した世界の経済損失額は約 2.9 兆ドル、このうち豪雨や洪水など、気候関連の災害による損失額は約 2.2 兆ドルとそれぞれ推計されている。その前の 20 年間（1978～1997 年）に気候関連の災害で約 0.9 兆ドルの損失が発生したとされており、気候変動による損失額は増加傾向を辿っていると指摘され

---

<sup>3</sup> 世界共通の長期目標として、世界の平均気温上昇を産業革命以前に比べて 2℃より十分低く保つとともに、1.5℃に抑える努力を追求する、いわゆる「2℃目標」や、できる限り早期に、世界の温室効果ガス排出量をピークアウトさせ、温室効果ガス排出量と吸収量のバランスをとることなどが掲げられている。

<sup>4</sup> 金融安定理事会（FSB）により設置された TCFD は、年次の財務報告において、財務に影響のある気候関連情報の開示を推奨する報告書（TCFD 提言）を公表。同報告書では、企業が気候関連のリスクおよび機会を認識し、経営戦略に織り込むことの重要性が言及されている。

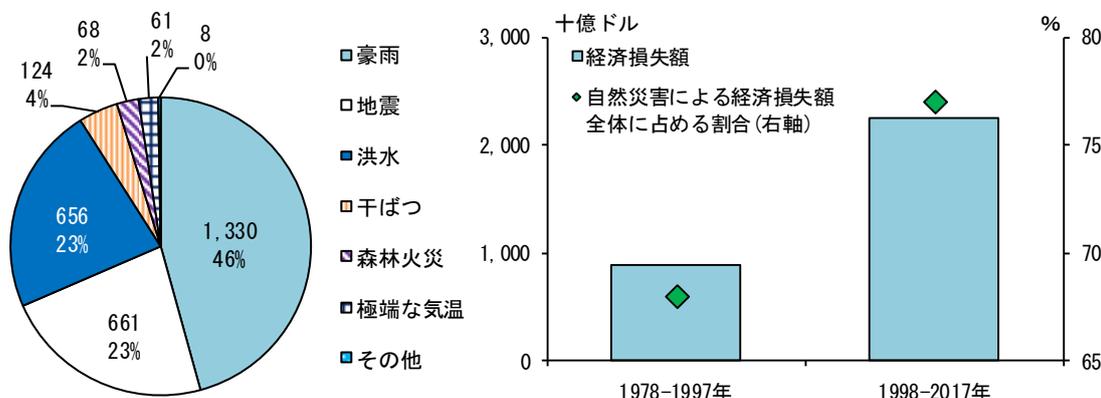
<sup>5</sup> 2019 年 11 月に実施された世論調査では、EU における最大の懸念事項として、移民問題に次いで気候変動問題が挙げられた（懸念事項を最大 2 つ回答）。同調査によると、気候変動問題について、2017 年 5 月調査までは、懸念事項として挙げられた比率が 10%未満だったが、2019 年 11 月調査では 24%まで上昇している。詳細は、European Commission, “Standard Eurobarometer 92” Autumn 2019 を参照。

<sup>6</sup> WEF が 2020 年 1 月に公表した報告書によると、今後 10 年間に発生する可能性の高いリスクとして、異常気象などの環境問題が初めて上位 5 つを占めた。詳細は、World Economic Forum, “The Global Risks Report 2020” January 2020 を参照。

<sup>7</sup> ESG の「E」要素は、二酸化炭素排出量などが利用できるため、「S」や「G」と比べて定量化しやすいとみる向きもある。

ている（図表 1、2）。また、CDP<sup>8</sup>が世界の大企業を対象に行った調査では、これらの企業が気候変動リスクによって負い得る財務的インパクトは、約 1 兆ドル<sup>9</sup>と見積もられている。

（図表 1）自然災害による経済損失額 （図表 2）気候関連の災害による経済損失額



（注）左図は過去 20 年間（1998～2017 年）に自然災害によって発生した世界の経済損失額。単位は、10 億ドル。

（出所）CRED and UNISDR（2018）

こうしたなか、資産規模の大きな機関投資家の ESG 投資に対するスタンスにも注目が集まっている。例えば、2020 年初に、米国の大手資産運用会社が、気候変動リスクを含む ESG を軸とした運用の強化を表明<sup>10</sup>したことが、市場で話題となった。また、米欧の年金基金などでは、環境を意識した自らの投資基準を定め、これを満たしていない企業からの投資撤退（ダイベストメント）を進めるなど、投資家がサステナビリティを投資の軸の 1 つに据える動きが強まっている。

<sup>8</sup> 2000 年に発足した英国の慈善団体が管理する NGO であり、投資家・企業・国家・地域・都市が自らの環境影響を管理するためのグローバルな情報開示システムを運営している。なお、元々の名称は「カーボン・ディスクロージャー・プロジェクト (Carbon Disclosure Project)」だったが、2013 年から正式名称を「CDP」に改めたと言われている。同 NGO は、世界の大手企業に対し、環境への取り組み等に関する質問書を送付し、同結果に基づき企業の評価（「A」～「D-」でスコアリング）も行っており、当該評価基準自体を「CDP」と言うことが多い。

<sup>9</sup> 世界の時価総額上位 500 社のうち、CDP に当該情報を提供した 215 社が対象。詳細は、CDP, “Major Risk or Rosy Opportunity” 2019 を参照。

<sup>10</sup> 米大手資産運用会社ブラックロックは、2020 年 1 月に ESG を軸とした運用の強化を表明した。具体的には、①ESG リスクを低減すべく一般炭事業への投資方針の見直しを行うこと、②ESG 関連の ETF を倍増すること、③投資先企業がサステナビリティに関する情報開示において十分な進展がなければ、議決権を行使し反対票を投じることをより積極的に検討することなどが挙げられている。詳細は、BlackRock, “Sustainability as BlackRock’s New Standard for Investing” January 2020 を参照。

この間、環境 NGO などの取り組みも進んでいる。例えば、気候変動リスクに対して独自の取り組みを行っている欧州の環境 NGO には、金融機関や機関投資家による一部の産業への新規投資の回避や既存投資のダイベストメントを促すために、温室効果ガス排出量の多い事業に関与している企業名<sup>11</sup>などを公表する動きもある。欧州を中心とする一部の機関投資家は、こうした NGO の動向を注視しており、実際、公表された資料を参考に既存投資先からのダイベストメントなどを表明<sup>12</sup>する動きもみられている（詳細は、BOX1 参照）。

## （2）受託者責任等の法制度面の整備

欧州の機関投資家は、受託者責任を適切に果たす観点から ESG 要素の考慮が求められるなど、法制度面からのプレッシャーが強まっている（図表 3）。例えば、英国では、2000 年に年金法が改正され、年金受託者は、①投資銘柄の選択・保有・売却等における社会・環境・倫理などの考慮の有無、②議決権行使などに関する方針の有無とその具体的な内容について、投資方針書で開示することなどが義務付けられた。フランス・ドイツなどの年金基金にも同様の情報開示が義務付けられている。こうしたもとで、欧州の年金勢は、事実上、運用資産の一定割合を ESG 投資に振り向けなければならない環境にあると言われている。さらに、フランスでは、2015 年 7 月に制定されたエネルギー転換法<sup>13</sup>により、上場企業や機関投資家等に対して ESG 情報の開示を求めるなど、ESG 投資が法制度面から後押しされている。

---

<sup>11</sup> 例えば、独環境 NGO ウルゲバルトは、①石炭関連事業による収益または石炭による発電容量が全体の 30%を超える企業、②年間の一般炭生産量が 2,000 万トンを超える、または石炭火力による発電量が 10GW を超える企業、③新規の石炭採掘、石炭火力発電または石炭関連インフラへの投資を計画している企業など、いずれかの基準を満たす企業名を公表している。

<sup>12</sup> 例えば、AXA、“A new climate ambition” December 2017 を参照。

<sup>13</sup> 同法の 173 条では、資産残高が 5 億ユーロ以上の機関投資家に対しては、投資方針やリスク管理において ESG 基準をどう考慮しているか、また、気候変動による物理的リスクや移行リスクをどう考慮しているかなどの情報開示を求めている。なお、同条は Comply-or-Explain 原則に基づいており、気候変動が重大なリスクではないと説明できる場合には、年次報告書などで公表する必要はないとしている。

(図表 3) 各国・地域の ESG 投資関連の法制度事例

|               |   |
|---------------|---|
| 欧州            | 「(年金基金の) ガバナンス体制には、投資資産にかかる ESG要素の考慮が含まれており、そして、定期的な内部レビューに従わなければならない」(EU 職域年金基金指令)                   |
| 英国            | 「投資原則は(中略)財務的に重要な事項について考慮しなければならない、当該事項には、ESGへの考慮(気候変動を含むがこれらに限定されない)が含まれる」(職域年金制度(投資)規則)             |
| カナダ<br>オンタリオ州 | 「(年金基金の)投資方針や手段にかかるステートメント(SIPP)には、ESG要素がSIPPに組み込まれているか否か、また、どのように組み込まれているかについての情報を含めなければならない」(年金給付法) |

(注) UNEP FI and PRI, “Fiduciary Duty in the 21<sup>st</sup> Century” 2019などを参考に当局作成

他方、米国の ESG 投資に対する法制度面の整備・推進の状況は、連邦政府や各州政府の間で差がみられる。すなわち、現在の連邦政府は、相対的にみれば慎重な姿勢を示す一方で、カリフォルニア州やイリノイ州、ニューヨーク州などの一部の州では独自に ESG 投資を推進しており、具体的な法制度化に動いている。例えば、カリフォルニア州では、ESG 投資の文脈のなかで、一部の年金基金に対して特定の産業からのダイベストメントを促す立法もみられている<sup>14</sup>。

わが国においても、コーポレートガバナンス・コードやステュワードシップ・コードの策定を皮切りに、ESG 投資の推進のための環境整備が着実に進められている。近年の動きとしては、2019 年 1 月の企業内容等の開示に関する内閣府令の改正によって、企業は、経営方針や経営戦略、事業リスクへの対応策に関する記述情報の充実などが求められるようになった。また、2020 年 3 月のステュワードシップ・コードの再改訂により、機関投資家には、投資先企業に対し ESG 要素等も考慮したエンゲージメントを行うことや、議決権行使についての更なる情報の公表などが求められるようになっている。

### (3) ESG 投資手法・投資商品の多様化

ESG 投資の起源は、1920 年代にキリスト教会の資金を運用する際に、酒・たばこ・ギャンブルなどの宗教上の倫理に反するとされたものを投資対象から除外したことにあると言われている<sup>15</sup>。こうした歴史的背景もあり、欧州では、ESG 投資手法としては、投資家が設定した基準を満たさない企業を一律に投資対象

<sup>14</sup> 具体的には、Senate Bill No.185 などがある。このほか、イリノイ州では、Illinois Sustainable Investing Act (HB2460) や、ニューヨーク州では、Climate Mobilization Act などが挙げられる。

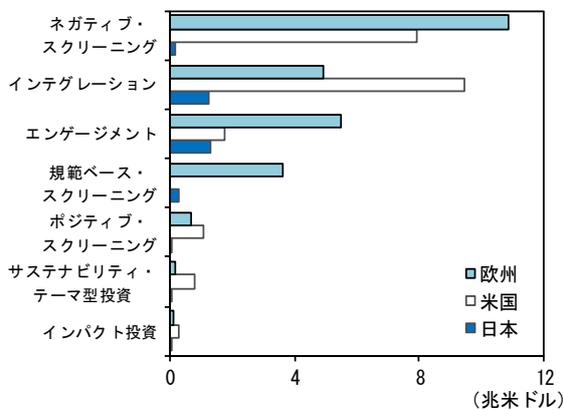
<sup>15</sup> こうした倫理観を優先する投資は社会的責任投資 (Socially Responsible Investment) として、1960~1970 年代に米国において注目を集めたと言われている (池田・小川 (2019))。

から除外する「ネガティブ・スクリーニング」の割合が高い傾向にある。また、米国では、金銭的リターンの追求を最優先事項に据えて、財務情報とともに ESG 要素などの非財務情報も加味する「インテグレーション」などを積極的に取り入れている。

他方、わが国では、前述のようにコーポレートガバナンス・コードやスチュワードシップ・コードなどの環境整備が進むもとで、企業と長期的な対話を行う「エンゲージメント」などの割合が高い。このように、国・地域によって選好されている投資手法に違いがみられている<sup>16</sup>（図表 4）。

また、それぞれの投資手法においても、これまでの ESG 投資の経験を踏まえて工夫する動きもみられている。わが国の機関投資家へのヒアリングでは、例えば、企業に対するエンゲージメントを実践するにあたり、パッシブ／アクティブ運用によって重視する項目を変える取り組みなども聞かれた（図表 5）。具体的には、どちらの運用でも、「中長期的な事業戦略」は最重要テーマになるものの、それに加えパッシブ運用では「財務戦略」への優先順位を高くする一方、アクティブ運用では、対象銘柄は既に財務面で優れた企業が多いため、「情報開示」や「コーポレートガバナンス」の改善を促す対話が重視されている。

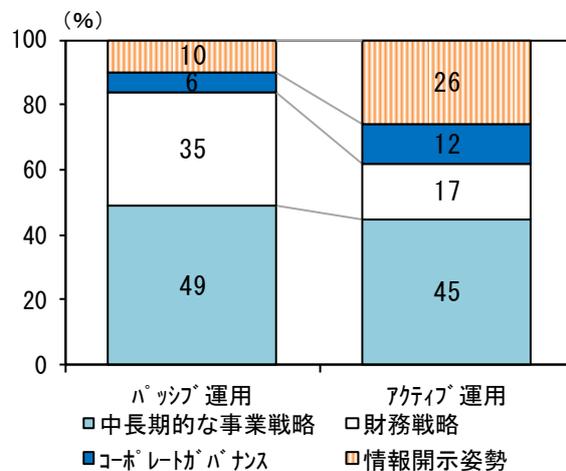
（図表 4） ESG 投資手法別残高



（注）「日本」は 2018 年 3 月末時点。「欧州」および「米国」は 2017 年 12 月末時点。2 つ以上の手法を用いているものは重複して集計。

（出所） GSIA, “2018 Global Sustainable Investment Review”

（図表 5） テーマ別対話比率



（注） 期間は、2018 年 7 月～2019 年 6 月。  
（出所） 三菱 UFJ 信託銀行「スチュワードシップ報告書 2019」

<sup>16</sup> 図表 4 の「規範ベース・スクリーニング」は、国際規範等（児童労働や武器製造等）の最低基準を満たしていない投資先を除外する方法、「ポジティブ・スクリーニング」は、ESG パフォーマンスが優れた投資先を選定する手法、「サステナビリティ・テーマ型投資」は、持続可能性に関連したテーマや資産を選別する投資手法。なお、「エンゲージメント」には株主としての行動（議決権行使）を含む。

さらに近年では、ESG 投資手法の1つとして、「インパクト投資」への関心が世界的に高まっている<sup>17</sup>。インパクト投資は、「金銭的リターンとともに社会的・環境的なインパクトをもたらすことを意図した投資」などと整理されることが多く、慈善活動を目的とする財団や基金による寄付を起源とされると言われる。この点、Global Steering Group for Impact Investment (GSG)<sup>18</sup>やPRIは、伝統的なリスクとリターンという二次元の評価軸に、「社会的インパクト」という新しい次元(評価軸)を加えて、投資の便益についての議論を行っている。このように、インパクト投資は、社会に与えるインパクトという定量的な評価軸を明示的に扱う点で、既存のESG投資と区別する向きもある<sup>19</sup>。インパクト投資の市場規模は拡大傾向にあり、その規模は2018年末時点で約5,020億ドル<sup>20</sup>と推計されている。資産別の内訳をみると、プライベート資産(私募債等)<sup>21</sup>のほか、パブリック資産(上場株式等)の比率も高まっている(図表6)。

ESG投資手法の多様化と歩調を合わせ、ESG投資商品の種類にも広がりがみられている。従来、投資対象としては、上場株式などの伝統的な金融資産が中心であったが、近年では、企業等が国内外のグリーンプロジェクトに要する資金を調達するために発行するグリーンボンド<sup>22</sup>などのいわゆるSDGs債(詳細は、BOX2参照)、SDGsリンク債などの債券や、未公開株式等にも広がっている(図表7)。さらに、パッシブ運用が増えていることを踏まえ、ESGの観点で企業をスクリーニングしつつ、ベンチマークと同様のリスク・リターンを有するESG指数や上場投信(ETF)などの商品開発も行われている<sup>23</sup>。

<sup>17</sup> 例えば、金融庁委託調査研究(2020)などに詳しい。

<sup>18</sup> 2013年に当時のG8サミット議長国であった英国のキャメロン首相の発意により、「G8インパクト投資タスクフォース」が設立され、2015年にG8以外の国も参画しGSGに名称変更した。GSG国内諮問委員会は、社会的インパクト投資に関する報告書などを毎年公表している。

<sup>19</sup> インパクト投資を促進するグローバルな組織であるGlobal Impact Investing Network (GIIN)は、インパクト投資の要素として、①環境面・社会面の課題解決への貢献に対する「意図」を持った投資であること、②「金銭的リターンの獲得」を目指す投資であること、③「様々なアセットクラス」において投資可能であること、④投資に伴う環境面・社会面の「パフォーマンスを測定・報告」することについて投資家のコミットメントがあることを挙げている。このうち、①および④がESG投資と異なる点であると言われている。なお、インパクトの評価は「アウトプット」ベースではなく、「アウトカム」(結果的に、期待されている効果がどの程度表れているのかを定量的に把握する)ベースで計測される必要があるとされている。

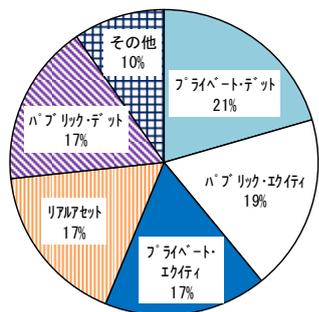
<sup>20</sup> 詳細は、GIIN, “Sizing the Impact Investing Market” 2019を参照。

<sup>21</sup> インパクトの計測は、投資先企業のビジネスモデルがシンプルでないため、これまでプライベート企業を対象とするケースが多かったと言われている。

<sup>22</sup> 具体的には、①調達資金の用途がグリーンプロジェクトに限定され、②調達資金が確実に追跡管理され、③レポーティングを通じ透明性が確保された債券と言われている。

<sup>23</sup> 例えば、TOPIXを投資ユニバースとしながら、環境情報の開示状況や売上高当たりの炭

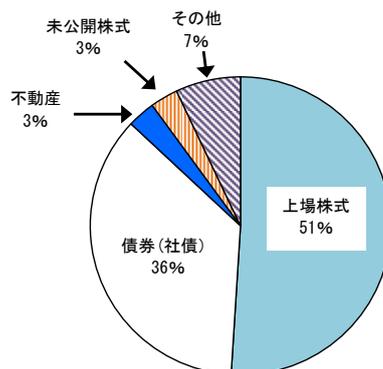
(図表 6) インパクト投資の資産別比率



(注) インパクト投資を行う機関を対象に実施したアンケート調査。集計対象機関（289先）のインパクト投資の運用資産残高に占める資産クラス別の比率。調査期間は2020年2月～4月。

(出所) GIIN, “Annual Impact Investor Survey 2020”

(図表 7) ESG 投資商品別残高



(注) 「未公開株式」には、ベンチャー・キャピタルも含む。

(出所) GSIA, “2018 Global Sustainable Investment Review”

### 3. ESG 投資を巡る投資家の動向

#### (1) 欧米の機関投資家の動向

欧州の機関投資家が ESG 投資に取り組む主な動機は、地球温暖化抑制などの社会的リターンの追求であると言われ、その取り組みスタンスは、他の国・地域に類をみないほど積極的とも評されている。その背景としては、①欧州では政治が主導する形で環境規制などの標準化を進めている、②国内世論として ESG に対する注目度が高い、③欧州では環境 NPO・NGO の発言力・影響力が強い、といった点が指摘されている。こうした欧州の機関投資家、とりわけ欧州年金勢の動向について、わが国の機関投資家からは、「社会的リターンの追求スタンスは相当強く、近年では一段と強まっている」との声も聞かれている。

他方、米国の機関投資家は、主として先行きの環境規制導入などを見据えたリスク抑制や金銭的リターン追求の観点から、ESG 投資に取り組む傾向が強いと言われている。こうした点は、社会的リターンを追求する欧州の機関投資家とは対照的であり、「あくまで収益最大化の文脈のなかで行っているもの」との指摘も少なくない。そのため、現時点ではビジネスとして盛り上がりを見せているが、収益性が不高くないと判断されれば、関心が薄れていく可能性を警戒する声もある。

素排出量などの炭素効率性の水準に着目して構成銘柄のウェイトを決定する S&P/JPX カーボン・エフィシエント指数などがある。

## （２）わが国の機関投資家の動向

既述の通り、欧州の機関投資家は社会的リターンの追求、米国の機関投資家は金銭的リターンの追求と、目的意識を明確にしたうえで ESG 投資に取り組んでいる先が多いと言われている。一方、わが国の機関投資家は、欧米対比 ESG 投資の経験・歴史が浅いこともあり、投資を行う目的意識が区々であるといった指摘が多く聞かれている。具体的には、「自らのポートフォリオの気候変動リスクを抑制する観点からもエンゲージメントなどを一段と加速させる」といった先がある一方で、なかには「(本業とは直接関係ない) ボランティアなどの CSR (企業の社会的責任) 活動の延長として取り組んでいる」、「レピュテーション改善効果が主目的」といった声も少なからず聞かれた。

こうしたなかで、わが国の機関投資家が直面する実務上の課題として、多くの市場関係者から共通して以下の 4 点が聞かれた。具体的には、①ESG 投資に利用可能な情報が限られている、②ESG 要素と金銭的リターンの関係性に確信が持てない、③先行きのリスクなどを検討するにあたり、考慮すべき要素（政治・政策、科学技術、気候変動の影響度など）にかかる不確実性が大きい、④最新の科学技術などの専門知識を活用できる体制を整備する必要がある、といった点である。

これら 4 つの点は、ESG 投資に対して世界的に指摘されている実務上の課題・論点などとも重なる部分が多い。そこで、次節では、これらの点について、世界の現状なども踏まえつつ考察を加える。

## 4. ESG 投資を巡る課題

### （１）利用可能な ESG 関連情報の制約

機関投資家が ESG 投資を行う際に一般的に利用可能なデータとしては、ESG 格付機関などが作成している ESG 格付評価 (ESG スコア)<sup>24</sup>や企業が開示している ESG 情報などが存在する。しかし、これらの ESG 関連情報を巡っては、以下のような留意点などが指摘されている。特に下記②および③の ESG 情報開示に関しては、企業側の対応も必要となるため、わが国の機関投資家としては「エンゲージメント」などを通じて、企業側の取り組みを促すことも有効と考えられる。

---

<sup>24</sup> 各企業の ESG 活動について評価する ESG スコアのほかに、ESG 情報の開示状況をスコアリングした ESG 開示スコアもある。両スコアは密接に関連していると思われるが、必ずしも同様の評価にはならない点には留意する必要がある。

## ① ESG スコアの有効性

ESG スコアは、企業の ESG 要素の内容、ESG 活動への取り組み・開示状況などを数値で評価したものである（図表 8）。ESG 格付機関は、ESG スコアを作成するにあたり、公開情報や企業への独自のアンケート等を利用している。

ESG スコアの具体的な算出方法としては、i) 評価の対象とする環境・社会・ガバナンスなどの項目をさらに詳細な項目にブレイクダウンし、ii) 項目ごとに評価の視点を決め、iii) それぞれの視点に沿って情報を集め、iv) 項目別に点数を付与したうえで、v) 予め定めた項目ごとのウェイトに応じて合計し、vi) 最終的な評価を決めるといった手法が一般的と言われている。もっとも、項目の分類方法や評価基準、ウェイト（重要視するポイント）などは、当然ながら、ESG 格付機関ごとに異なる。こうしたなか、近年の ESG 格付機関の増加もあって、投資家・企業双方に混乱が生じているとの指摘も聞かれている。

この点、フランスの大企業が、主要な ESG 格付機関 8 先を「ガバナンス」「ESG スコアの評価方法」「評価する企業との関係性」「問題が発生した際の解決スタンス」「総合評価」の 5 つの観点から評価したアンケート調査をみると、特に「ESG スコアの評価方法」について満足していない先が多いことが窺われる（図表 9）。実際、わが国はもとより欧米においても、投資家側から、評価方法を開示しないなど透明性が低い・評価作業が属人的であるといった理由から「ESG スコアをそのまま利用することはできない」といった指摘や、企業側から、「評価内容のフィードバックを十分に受けていない」といった声も、多く聞かれた。また、同一企業に対する ESG スコアが格付機関によって大きく異なる場合があり<sup>25</sup>、1 つの格付機関の ESG スコアのみに依拠して投資先の選定を行うことの難しさを指摘する声も多い。このほかにも、企業による ESG 要素の開示が標準化されていないことなどから、ESG スコアには企業規模、地域、産業によってバイアスがあること<sup>26</sup>や、ESG スコアの更新頻度が低いため速報性が低下すること<sup>27</sup>など、様々な留意点が指摘されている。

---

<sup>25</sup> 例えば、池田・小川（2019）などで指摘されている。

<sup>26</sup> 詳細は、ACCF, “Ratings that Don’t Rate” July 2018 を参照。

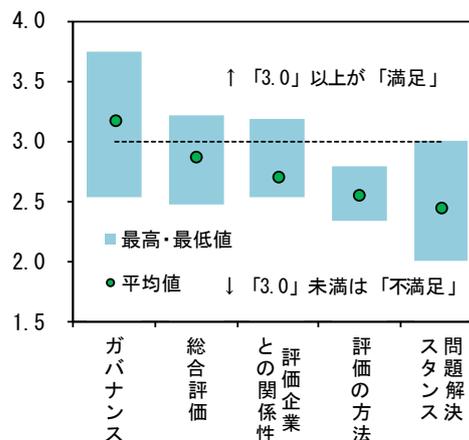
<sup>27</sup> 一般的な ESG スコア等の更新頻度が低いという課題を改善するために、例えば、TruValue Labs 社は、インターネット上の企業の ESG 関連ニュースを用いて、ほぼリアルタイムで個別企業の ESG スコアを更新している。同社は、2013 年にサンフランシスコで設立された ESG に特化したデータ・プロバイダーであり、幅広い情報源（インターネット上で報道されている各国の現地ニュースや業界紙、NGO などの報告書、さらにはブログや SNS など）から収集したビッグデータ処理に AI を活用している。

(図表 8) 主要な ESG 格付機関

| 機関             | 概要   |
|----------------|--|
| Bloomberg      | 2008年よりESGにかかる企業情報の収集を開始。                  |
| Sustainalytics | 2009年、オランダで複数機関の合併により創設。                   |
| FTSE Russel    | 2011年より2,300超の上場企業のESG格付の提供を開始。            |
| Vigeo Eiris    | 2015年に、Eiris社(1983年創設)とVigeo社(2002年設立)が合併。 |
| ISS            | 2018年に、ドイツの格付機関Oekom research(1993年創設)を買収。 |
| MSCI           | 2019年より、2,800超の企業のESG格付を公開。                |

(出所) 各社開示資料

(図表 9) ESG 格付機関への企業側の評価



(注) 8 つの ESG 格付機関 (EcoVadis, CDP, FTSE, MSCI, Oekom Research, RobecoSam, Sustainalytics, Vigeo Eiris) に対する評価について、フランスを代表する企業 120 社を対象に実施したアンケート調査。上記 5 つの項目について、大変満足 (4 点)、満足 (3 点)、不満足 (2 点)、大変不満足 (1 点) で評価。調査期間は、2018 年 1 月～3 月。

(出所) Medef et al. (2019)

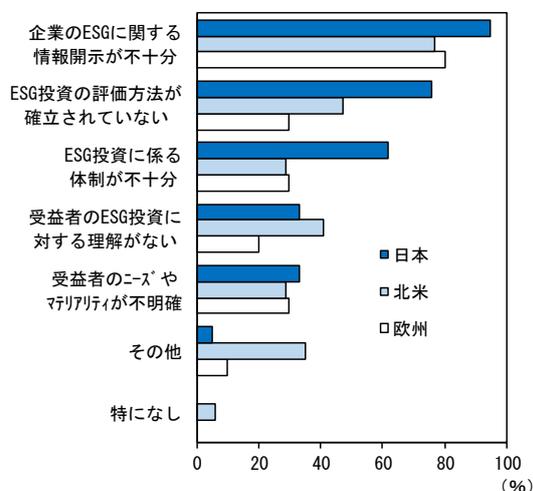
そのため、投資家が ESG スコアを利用する際には、機械的に参照するのではなく、その留意点や限界なども把握したうえで、それぞれの投資方針に合わせて活用することが必要であろう。例えば、利用するスコアが ESG のどの項目に重きを置いて作成されたものであるのかなどを理解することが有益と思われる。

## ② 整備途上にある ESG 情報開示基準

投資家の側からは、ESG 投資判断を行ううえで、企業側からの ESG 要素に関する情報開示の拡充を求める声が多く聞かれる (図表 10)。同時に、企業の側からは、複数の開示基準等が混在している現状では、情報開示の負担が重く、投資家のニーズに対して十分な対応をとれないとの指摘が聞かれている。主要な ESG 情報開示基準等は、想定する開示情報の利用者と基準等の設計思想の違いによって大別できるとも言われる<sup>28</sup>が、各開示基準が定める開示項目等には、類似するものや相互に関連するものがある一方で、内容が異なる項目も少なからずある。開示する企業側は、こうした相違点なども理解したうえで、主たる情報利用者のニーズに応じた情報発信を行う視点が重要である (図表 11)。

<sup>28</sup> GPIF 委託調査研究 (2019)などを参照。

(図表 10) ESG を投資判断に考慮する際の障害



(注) 運用機関に対して行った「ESG を投資判断やエンゲージメントにおいて考慮するうえでの障害について」のアンケート結果。回答社数は、国内外の運用機関等 48 社。

(出所) 経済産業省「ESG 投資に関する運用機関向けアンケート調査」

(図表 11) 主要な ESG 情報開示基準等の類型化

|      |               | 想定する情報利用者<br>(目的とする開示情報)   |  |
|------|---------------|--|--|
|      |               | マルチ・ステークホルダー<br>(企業が経済・環境・社会に与えるイパクトの開示)   | 投資家<br>(経営成績や財務状態への影響に関連する情報開示)  |
| 設計思想 | 原則主義<br>(柔軟性) |  | <ul style="list-style-type: none"> <li>■ 国際統合報告フレームワーク</li> <li>■ TCFD提言</li> <li>■ 価値協創がイグニス</li> </ul> |
|      | 細則主義<br>(標準化) | <ul style="list-style-type: none"> <li>■ GRISタラント*</li> <li>■ CDP</li> <li>■ 環境報告がイグニス<br/>(2018年版)</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>■ SASBタラント*</li> </ul>  |

(注) 原則主義は、競争力の源泉など、個社の理解に役に立ち、細則主義は、フォーマットが決まっているため、企業間の比較可能性に優れていると言われている。下線は、日本における基準。  
(出所) 林 (2019) などを参考に当局作成

この間、気候変動リスクに関する情報開示基準としては、2017年6月に公表されたTCFD提言に対する関心が高まっている。TCFD提言は、投資家や貸し手等にとって財務的に重要な気候関連のリスクおよび機会<sup>29</sup>に関する情報開示の枠組みである。わが国では、政府がTCFD提言の普及に取り組んでいることもあり、近年、本邦における賛同先数は増加している(図表12)。また、「CDP」などの既存の開示基準も、TCFD提言の内容との整合性を高めるように改訂されたほか、「SASB<sup>30</sup>スタンダード」はTCFD提言の実装ツールとして位置づけられる<sup>31</sup>など、気候変動リスクに対する開示フレームワークとしては、TCFD提言に収斂する動きもみられるが、TCFD提言による情報開示の実情を踏まえると、更なる充実が必要との指摘も聞かれている。例えば、TCFD提言では、個々の企業が

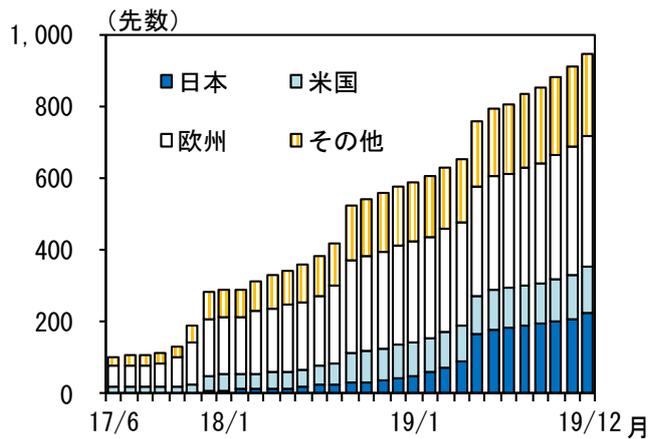
<sup>29</sup> 気候変動の緩和等への取り組みは、資源の効率的利用とコスト削減、低排出エネルギー源の採用、新たな製品やサービスの開発、新たな市場へのアクセス、回復力のあるサプライチェーンの構築など、組織にとっての機会も創出するとされている。例えば、低排出型の新たな製品やサービスの革新と開発を行う組織は、競争力が向上し、消費者や生産者の選好の変化から利益を得ると言われている。

<sup>30</sup> Sustainability Accounting Standards Board (米国サステナビリティ会計基準審議会) の略称。ESG要素全般について、11業種・77産業別に、具体的な開示項目・指標が設定されているESG情報開示基準の1つ。

<sup>31</sup> 具体的には、Converging on Climate Risk: CDSB, the SASB, and the TCFD (2017) などを参照。

直面し得る気候変動等の環境変化に対して、様々なシナリオを想定したうえで、気候関連のリスクおよび機会、さらにはそれらを踏まえた対応状況などを投資家に情報開示することを推奨している。もっとも、企業等が、妥当性のあるシナリオを設定したうえで、TCFD 提言が求めているシナリオ分析を行うことは、専門知識や時間を要する作業であるため、対応に苦慮している先も相応にいることが窺える<sup>32</sup> (図表 13)。

(図表 12) TCFD 提言のサポーター数



(注) TCFD が 2017 年に提言した内容に賛同した先数。直近は 2019 年 12 月末時点。

(出所) TCFD

(図表 13) シナリオ分析の利用状況

| TCFD提言のシナリオ分析の利用方法             | 回答比率 (%)    |
|--------------------------------|-------------|
| 移行リスクを評価するため                   | 42.9        |
| 物理的リスクを評価するため                  | 32.8        |
| 開発中、もしくは導入の初期段階                | 18.7        |
| その他のリスクを管理するため                 | 15.2        |
| その他                            | 4.0         |
| <b>シナリオ分析は行っていない (以下、その理由)</b> | <b>21.7</b> |
| 基準となる想定やシナリオがないため              | 5.6         |
| シナリオ想定が複雑でコストがかかるため            | 5.1         |
| 検討中                            | 4.5         |
| 気候変動が最重要リスクではないため              | 2.5         |
| 他に優先すべき事項がある                   | 2.5         |
| 他の方法で気候変動リスクを評価している            | 1.5         |

(注) 複数回答可、回答数は 198 先。

(出所) TCFD, “2019 Status Report”

### ③ 情報開示量の少なさ

企業から開示されている ESG 情報の「内容」に加え、情報開示「量」自体の一層の充実を求める声も多く聞かれる。前述の通り、ESG 情報の開示には相応のコストが伴うため、大企業ほど ESG 情報を開示している（開示できる）傾向があるが、本邦企業については、企業規模対比でも世界と比べ情報開示量が見劣りするとの指摘も聞かれている。

この点については、本邦企業の情報開示に対する考え方が影響しているとみる向きが多い。もともと本邦企業は、1960 年代の公害問題に対応してきた経緯などから、環境意識は高いと言われている。しかし、そうした経緯から、企業からの情報発信の対象としては主に規制当局が念頭に置かれ、「満たすべき明確な環境基準をクリアできているか」という視点で情報発信が行われてきたと言わ

<sup>32</sup> わが国政府は、TCFD 提言に沿った情報開示を行うにあたっての解説や参考事例等を作成・公表している。例えば、経済産業省「気候関連財務情報開示に関するガイダンス (TCFD ガイダンス)」や環境省「TCFD を活用した経営戦略立案のススメ～気候関連リスク・機会を織り込むシナリオ分析実践ガイド～」を参照。

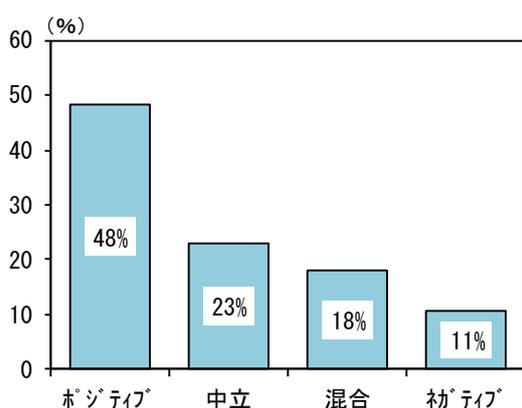
れている。足もとの ESG 投資の潮流のなかでは、情報発信の対象は規制当局から投資家へと変わり、かつその内容についても明確な基準は設けられていない。そのため、新たな情報開示のニーズへの対応に戸惑っている企業が多く、結果的に情報開示量の少なさに繋がっていると指摘されている。ESG 格付機関にとっては、それぞれの評価基準に沿った内容の情報開示がなされているかどうかも重要な評価項目になるため、情報開示量が少ないこと自体も、本邦企業による ESG への取り組みが ESG 格付機関や海外の ESG 投資家から十分に評価されにくくなっている原因の 1 つと指摘されている。

そのため、本邦企業には、こうした海外投資家等の情報開示ニーズや開示コストも意識したうえで、ESG 要素の情報開示の内容・量両面からの充実について、戦略的に対応することが求められていくと考えられる。

## (2) ESG 投資と金銭的リターンの関係性

ESG 投資と金銭的リターンの関係性については、学界・実務家双方ともいまだにコンセンサスは得られていない（湯山[2020]）。ただし、加藤（2018）などでも言及されているように、先行研究に基づく、「ESG 投資と企業業績」の関係性については、比較的肯定的な効果を示唆する分析結果が多い（図表 14）。また、実務家の間でも、ESG 要素などの非財務情報の重要性については既に広く認識されている（図表 15）。そのため、「ESG 投資と金銭的リターンの関係性」について実証分析から明確に検証されていない理由は、4.（1）でも述べたように、ESG 関連情報が限られるなかで、企業の「真」の ESG 評価が十分にできていないことに起因しているとの見方が多い。

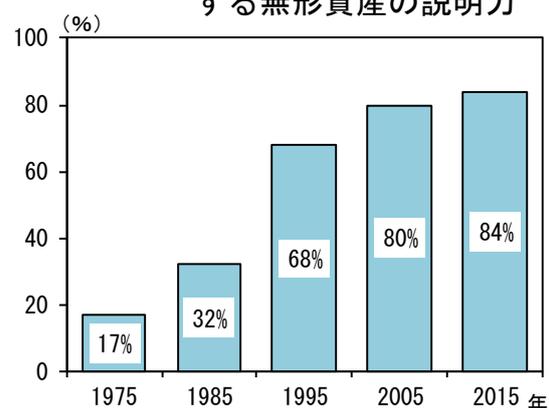
(図表 14) ESG 投資と企業業績の関係



(注) 1970 年以降に発表された ESG 要素と企業業績に関する 2,000 本以上の先行研究サーベイを行った Friede et al. (2015) に基づく。

(出所) G. Friede, et al. (2015)

(図表 15) 米企業の時価総額に対する無形資産の説明力



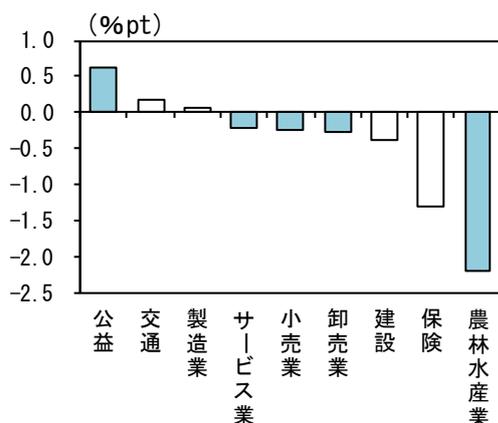
(注) S&P500 企業の時価総額に対する説明力。

(出所) Ocean Tomo, “Intangible Asset Market Value Study” 2017

米国の機関投資家は、こうした点を強く認識したうえで、ESG スコアを機械的に参照するのではなく、ESG 要素などの非財務情報を財務情報に加味する「インテグレーション」によって、真に有益な ESG に関する情報の非対称性の低減に努めることで、超過リターンの獲得を目指す取り組みがみられる。この点、リスク管理面におけるガバナンスへの対応が不十分な企業に対して投資を見送った結果、それに起因した株価急落の影響を回避したことなど、「インテグレーション」によって実際に金銭的リターンを高めることができたとする事例も聞かれた。

先行きについて、機関投資家は、今まで以上にフォワード・ルッキングな視点で気候変動に伴う物理的リスクと移行リスクを考慮せざるを得なくなるとの指摘が聞かれる。既に環境規制などの ESG リスクが、一部の業種の株価に影響を与えているとの指摘も聞かれている。学術研究においても、地球温暖化が企業収益にもたらす影響の産業ごとの違いに関する分析などがみられており、今後、気候変動リスクが一部の業種・銘柄の株価に及ぼす影響は一段と増していくと見る向きが多い（図表 16）。

（図表 16）温暖化が各産業に与える影響度



（注）米国の夏の気温が過去平均より 1°F 上昇した際の各産業における産出量の変化率（%）を示した点推定値。産業分類は BEA の NAICS に従っており、1997～2011 年までの米国 50 州のデータを利用したパネル推計結果。年・州に関するクラスター・ロバスト標準偏差を用いて、水色は統計的に 10% 以上の有意性がある結果を示している。

（出所）R. Colacito, et al. (2019)

こうした点を踏まえ、わが国の機関投資家も、上記 ESG 投資手法なども参考にしつつ、「金銭的リターン向上なども含めた自らの ESG 投資方針に沿って、真に重要な非財務情報は何か」という中長期的な視点から、ESG 投資手法の洗練や企業側とのコミュニケーション強化に取り組むことが肝要と考えられる。

### （3）ESG 要素の将来予想に対する本質的な難しさ

企業が将来直面する E・S・G 各側面のリスクや投資機会を投資家が検討する際には、それぞれの側面に影響を及ぼす政治・政策、科学技術の進歩、気候変動の速度や影響度などについて、先行きを想定する必要がある。しかしながら、これらの要素は、いずれも不確実性が高く、将来の国際的な議論によって左右される面も大きい。そうした点を ESG 投資の本質的な難しさとして指摘する声が聞

かれている。

### ① 政治・政策的な要素の不確実性

ESG 投資のリスク・リターンを考えるうえで、将来のグローバルおよびローカルな政治・政策の方向性による影響は大きく、投資家はその帰趨に注目している。しかし、世界各国の政策当局が、先行きの環境政策などで何を重視し、どのようなスピード感で対応を進めていくのか、という点に関する不確実性は大きい。さらに、各国の経済・産業構造は異なっているため、政策課題としての優先順位も国によって異なっている。

具体的には、わが国の経済・産業構造をみると、他の主要先進国と比べ二酸化炭素排出量の多い「重厚長大型」比率が高いと指摘されている。また、エネルギー構造の観点からは、わが国では、化石燃料への依存度が高い一方<sup>33</sup>、英国やフランスなどでは原子力への依存度が高く、石炭火力への依存度が低いため、例えば、脱石炭火力によって経済・産業が直面する影響度合いは国によって異なると言われている。

### ② 科学技術の進歩の不確実性

低炭素経済へと移行する過程は、再生可能エネルギーの普及率や温室効果ガス排出削減に向けた科学技術の進展度合いに大きく依存している。この間、各国はパリ協定で定められた「2°C目標」達成に向けて、再生可能エネルギーなどの低炭素技術のイノベーションを積極的に推進している。例えば、ドイツでは、再生可能エネルギーの推進などによって、太陽光発電と蓄電池システムによって、グリッド・パリティ<sup>34</sup>を既に達成していると言われている。再生可能エネルギーは、経済的な側面のみならず安定供給などの面で検討すべき課題はあると言われるが、少なくとも経済合理性のある水準に達している点は意義深い。また、既存のエネルギー電源を用いる場合でも、そのエネルギー効率の改善が地球温暖化にもたらす影響は大きいとみられ、今後の技術の向上・イノベーションの創出が期待されている。

さらに、現時点ではまだ確立されていないが、今後のイノベーション次第で従来の前提条件自体に大きな影響を及ぼし得る技術もある（NGFS[2019]）。その代表例として、CCS（二酸化炭素回収・貯留：Carbon dioxide Capture and Storage）技術が挙げられる。これは、工場や発電所などから排出される二酸化炭素を回収し、地中へ圧入・貯留することによって、温室効果ガスの大気中への排出量削減

---

<sup>33</sup> わが国の方針としては、2020年7月3日「梶山経済産業大臣の閣議後記者会見の概要」などを参照。

<sup>34</sup> グリッド・パリティとは、再生可能エネルギーの発電コストが、既存電源の発電コストと同等かそれ以下になるコストを指す。

効果が大きくなることなどから、地球温暖化対策の重要な選択肢の1つとして期待されている。しかし、現時点では、コスト面などでまだ解決すべき課題も多く、商用化に向けた取り組みが進められている。

こうした環境技術の進展如何によって、先行き、地球温暖化を一定水準にとどめるために世界全体で排出可能な温室効果ガスの残余総量（残余カーボン・バジェット）は大幅に変わり得る。そのため、現時点の技術水準を前提として、将来の技術革新について妥当性のある仮定を置きつつ長期的な移行リスクを評価することは、難しい作業であると言われている。

### ③ 気候変動の速度とそのインパクトの不確実性

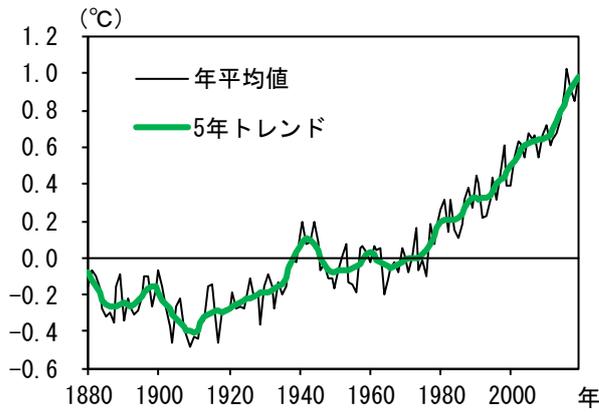
工業化以降、現在まで地球の気温は約1°C上昇したと言われている（図表17）。そして、政府間パネル（Intergovernmental Panel on Climate Change：以下、「IPCC」）の報告書<sup>35</sup>によると、気温上昇幅を1.5°Cに抑えるためには、2030年までに二酸化炭素排出量を2010年対比ネットです約半分に、2050年頃にはネットでゼロにする必要性が示されている。また、このままのペースで気温上昇が進めば、2030～2052年の間に気温上昇幅は1.5°Cに達する可能性が高いと指摘されている。しかし、こうした予測も、様々な仮定に基づいた推計値であるため、その結果には幅を持ってみる必要があるほか、国・地域レベルにおける気候変動の予測となれば不確実性は一層大きくなる。

そのうえ、気候変動がもたらすインパクトについては、複雑かつ非線形な影響を考慮すると、さらに不確実性は増すと言われている（NGFS[2019]）。実際、研究者によっても見方はばらついている。例えば、OECD（2015）は、2100年までに4°Cを上回る気温上昇により、世界のGDPは2～10%減少する可能性を指摘しているほか、Nordhaus（2017）は、2100年までに3°Cの気温上昇が生じれば2.1%の経済損失、6°Cの上昇で8.5%の経済損失が生じる可能性を言及するなど、気候変動による経済へのインパクトの試算値は、仮定・前提の置き方などに大きく依存している。

---

<sup>35</sup> 詳細は、IPCC: Special Report Global Warming of 1.5°Cを参照。

(図表 17) 工業化以降の気温上昇



(注) 直近は2019年。1951年～1980年までの地球の平均気温からの乖離。

(出所) NASA

以上みたとおり、投資先企業が直面する先行きの気候関連のリスクおよび機会についての見通しを立てるためには、様々な不確実性を考慮する必要がある。これに対処する1つの方法としては、シナリオ分析の有用性が指摘されている。実際、4. (1) で述べたとおり、TCFD 提言などでも、フォワード・ルッキングな視点に立ったリスク管理手法として、シナリオ分析の利点が言及されている。

#### (4) 専門知識を活用できる体制整備

ESG 投資の難しさは、その領域がファイナンスの分野にとどまらず、ESG に関する専門知識が必須であるという点が指摘できる。すなわち、ESG 投資は、従来の CSR の枠組みを超えるものであり、かつ金融・経済学のみならず、自然科学やテクノロジーに関するバックグラウンド・知識も必要であるということがコンセンサスになっている。そのため、学界などの専門家との外部ネットワークをいかに構築し、最新の技術動向を把握するとともに、専門家・有識者の見解を投資判断に活用できるかという視点が非常に重要となってくる。

この点、米国の機関投資家は、専門性を有する外部アドバイザーとの関係構築に注力するなど、ESG に関する情報の非対称性の低減に向けた取り組みに非常に積極的である。わが国の機関投資家においても、自社の担当部署のリソースのみで全ての専門性をカバーすることは容易ではないケースが多いとみられ、外部専門家とのパートナーシップなどを構築したうえで、最新の科学技術などの、専門知識を活用できる体制を整備する必要がある。

加えて、特にわが国では、ESG に従事する担当者の人事評価などにおいて明確なインセンティブ付けが必要との指摘も聞かれている。現状では、中長期的な視点にたち ESG 投資を行っている一方、人事評価が四半期の運用パフォーマンスによって決まっているなど、ESG 投資とその担当者の評価の時間軸にギャップがあるとの指摘は少なくない。

## 5. おわりに

本稿では、わが国の機関投資家等から聞かれたヒアリング情報などを踏まえ、ESG 投資に取り組む際の実務上の課題などについて考察を行った。共通に聞かれた論点としては、①ESG 投資に利用可能な情報が限られている、②ESG 要素と金銭的リターンの関係に確信が持てない、③先行きのリスクなどを検討するにあたり、考慮すべき要素（政治・政策、科学技術、気候変動の影響度など）における不確実性が大きい、④最新の科学技術などの専門知識を活用できる体制を整備する必要がある、といった点が挙げられる。

ESG 投資にかかる取り組みを進めていくことは、E・S・G それぞれの要素に対する問題意識が世界的に深化していくなかで、企業による非財務情報の開示の充実や市場関係者による分析手法の高度化を通じて、金融市場におけるより効率的な価格形成に資するものと考えられる。金融市場には、洗練された運用機関や多様な仲介業者が存在し、日頃より様々な情報収集・生産活動を行っていることを踏まえれば、こうした取り組みが奏功するための素地は、相応に整っているとも考えられる。そうした観点からみると、上記①～④の実務的な課題は、ESG 投資が経済合理性に基づいて機能していくためのいわば「産みの苦しみ」であると捉えられよう。

本邦金融市場における ESG 投資は、欧米対比、比較的歴史の浅い分野である。そのため、現状、わが国では機関投資家ごとに取り組む状況のばらつきが大きく、投資目的や運用方針などが十分に整理されていないことは不思議なことではない。また、企業側も、ESG の観点から自らの強みや直面し得る先行きのリスクなどを完全に理解・把握できているという訳ではないだろう。しかし、気候変動リスクへの関心が高まるもとの、世界的な ESG 投資への取り組みは、一段と加速している。そうした世界的な潮流を踏まえれば、わが国の国際的な競争力の観点からも、わが国の機関投資家および企業の双方が、ESG 要素などの非財務情報に関する理解を一層深めていくことは重要である。また、こうした取り組みを通じ、わが国の機関投資家等による ESG 投資関連の取引や投資商品などが増えていけば、わが国の金融市場の機能度向上や活性化にも資するものと考えられる。今後、わが国においても、関係者の取り組みが一段と加速していくことを期待したい。

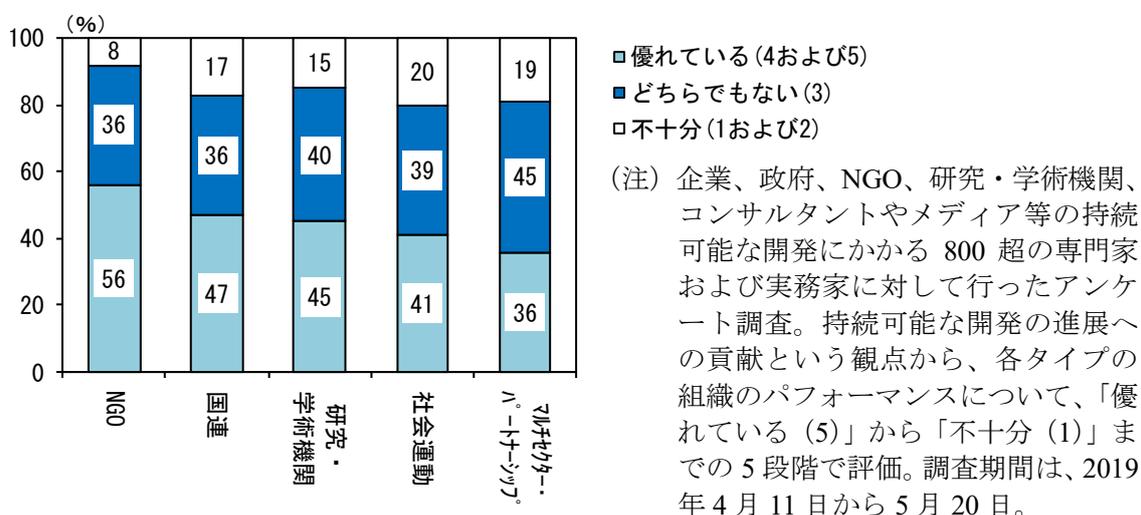
以 上

## BOX.1 国際環境 NGO の取り組み

国際環境 NGO は、歴史的にみると、1970 年代にかけて先進国における公害の深刻化に伴う環境意識の高まりなどを背景に、欧米で代表的な団体が設立されたことに起源がある。その活動は、①政府等へのロビー活動、②政府や企業への批判・反対運動によって行動変容を迫るもの、③調査研究・提言を行うもの、④企業との対話・連携を通じて取り組みを進めるものなど、多様化している。

NGO の影響力は、欧州においてとりわけ大きいと言われている。関係者へのアンケート結果をみると、NGO が持続可能な開発の進展に優れた貢献を行っているともみる向きは多く、近年、その存在感が高まっている（図表 B1）。

（図表 B1）持続可能な開発の進展への貢献にかかる評価



（出所）Globescan and SustainAbility, “The 2019 Sustainability Leaders”

金融市場でも最近話題となった NGO 等の活動内容をみると、一部の業種や企業への融資額上位先のリストを公表し、資金提供に関与する金融機関に対して、気候変動リスクを高めていると批判した事例<sup>36</sup>や、森林火災の原因となった開発事業に対して資金提供を行った金融機関を批判した事例<sup>37</sup>などがある。このほかにも、株主として、金融機関に対し、気候変動リスクおよびパリ協定の目標に整合した投資計画の開示を求める株主提案を行う事例などもみられている。

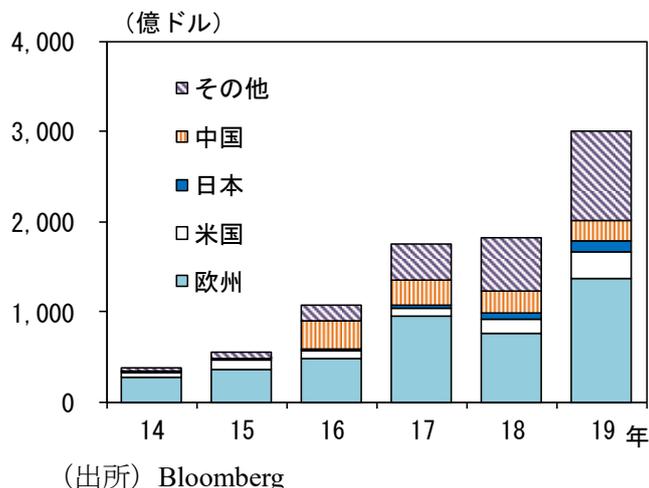
<sup>36</sup> 詳細は、BankTrack et al., “Banks and investors against the future” 2019 を参照。

<sup>37</sup> 詳細は、Rainforest Action Network, “Will Japan’s Megabanks Stop Financing Rainforest Destruction?” January 2020 を参照。

## BOX.2 最近のSDGs債を巡る潮流

ESG活動への国際的関心の高まりを背景に、SDGs債の発行額は年々増加している。発行額を国・地域別にみると、欧州が最大規模となっており、米国や本邦も増加基調にはあるものの、欧州に比べれば小規模にとどまっている(図表B2)。

(図表 B2) SDGs 債の発行額推移



SDGs債は、一般的に、環境・社会課題解決を目的とした多様なテーマのプロジェクトに関連した資金を調達するために発行する債券と言われるが、例えば、国際資本市場協会(ICMA)によると、グリーンボンド・ソーシャルボンド・サステナビリティボンドの3種類に分類されている。ICMAの原則・ガイドラインでは、いずれの分類でも、①調達資金の用途がESGに資するものに限定されていること、②プロジェクトの評価と選定のプロセスが定義されていること、③調達資金の用途が確実に追跡管理されていること、④発行後のレポートングを通じ資金用途の透明性が確保されていることが求められるなど、いわゆるSDGsウォッシング<sup>38</sup>を防ぐための要件が定められている。

SDGs債の発行体にとっては、発行利回り面のメリットは一般的な債券対比で2~3bp程度と言われるが、セカンドオピニオン<sup>39</sup>の取得費用等、SDGs債固有の発行コストも発生するため、全体としてみれば、現時点では金銭的なメリットがあるとは必ずしも言えない。また、投資家サイドにしても、スプレッド妙味がある訳ではないため、経済合理性よりもレピュテーション改善効果を企図して

<sup>38</sup> 一般に、実態が無いにも関わらず、広告や曖昧な表現によるSDGs活動の報告などのイメージ戦略によって、ステークホルダーに対し当該企業がSDGsに貢献していると思わせるような企業行動をいう。

<sup>39</sup> 対象となる債券がICMAなどのガイドラインに適合しているか否かについての第三者評価。

SDGs 債投資に取り組んでいるとの指摘も聞かれる。しかし、グリーンボンドなどは、ESG 投資に積極的に取り組んでいる一部の機関投資家からの需要が根強いいため、「初めて発行する通貨の債券は、確実に売れるグリーンボンドに設定する」といった声もある。また、同債券を購入する投資家は、満期保有を基本的な投資スタンスとする先が多いため、流通市場での投げ売りなどが発生しづらく、ボラティリティは相対的に抑制されているとの指摘も聞かれている。

わが国の機関投資家からは、今後のわが国における SDGs 債市場について、一層の発展を見込む声が多く聞かれる。また、環境意識が高まるもとの、世界的にも SDGs 債市場の拡大は続いていくとみる向きが多い。ただし、「グリーン」の定義をどうするか、発行体との情報の非対称性をどのように解消していくかなどの課題もあるため、今後、官民が一体となって様々な取り組みが進められることを期待する声が聞かれている<sup>40</sup>。

---

<sup>40</sup> 例えば、環境省による「グリーンボンド発行促進体制整備支援事業」が、わが国のグリーンボンド発行額の増加に大きく寄与しているとの指摘が聞かれている。同事業では、グリーンボンドを発行するにあたり追加的に発生する外部費用（外部レビューの付与に要するコストやグリーンボンドフレームワークのコンサルティングに要する費用）の一部について、国が補助を行っている。

## 【参考文献】

池田裕樹・小川佳也（2019）、「ESG投資の最近の潮流」、日銀レビュー、2019-J-5

加藤康之 編著（2018）、「ESG投資の研究 理論と実践の最前線」、一灯舎

神作裕之・小野傑・湯山智教（2020）、「金融資本市場と公共政策—進化するテクノロジーとガバナンス」、第10章「ESG投資と受託者責任に関する議論」、金融財政事情研究会

金融庁委託調査研究（2020）、「上場株式投資におけるインパクト投資活動に関する調査報告書」

GPIF 委託調査研究（2019）、「ESGに関する情報開示についての調査研究」

林寿和（2019）、「多様化するESG情報開示基準等の果たす役割と課題～GRI・IIRC・SASB・TCFDの比較分析を通じて～」、月刊資本市場、2019年7月号（407）、26～35頁

Bolton, P., Despres, M., Pereira Da Silva, L.A., Samama, F., and Svartzman, R. 2020. “The Green Swan: Central banking and financial stability in the age of climate change”. Bank for International Settlements.

Centre for Research on the Epidemiology of Disasters (CRED) and United Nations Office for Disaster Risk Reduction (UNISDR), 2018. “Economic Losses, Poverty & Disasters 1998-2017”.

Colacito, R., Hoffmann, B., and Phan, T. 2019. “Temperature and Growth: A Panel Analysis of the United States”. *Journal of Money, Credit and Banking*, 51(2), 313-368.

Friede, G., Busch, T., and Bassen, A., 2015. “ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies”. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 5(4), 210-233.

International Monetary Fund (IMF). October 2019. “Global Financial Stability Report.”

Medef, Afep, Cliff and C3D, 2019. “French initiative on the relations between companies and non-financial rating agencies”.

Network for Greening the Financial System (NGFS), 2019. “Macroeconomic and financial stability Implications of climate change”. Technical supplement to the First comprehensive report.

Nordhaus, W. D., 2017. “Revisiting the social cost of carbon”. *Proceedings of the National Academy of Sciences*, 114(7), 1518-1523.

OECD, 2015. “The Economic Consequences of Climate Change”, OECD publishing, Paris. <https://dx.doi.org/10.1787/9789264235410-en>