

## ESG 投資の発展に向けた実務的な課題とその克服に向けた取り組み

金融市場局 森駿介、長谷部光\*、石川篤史

Bank of Japan Review

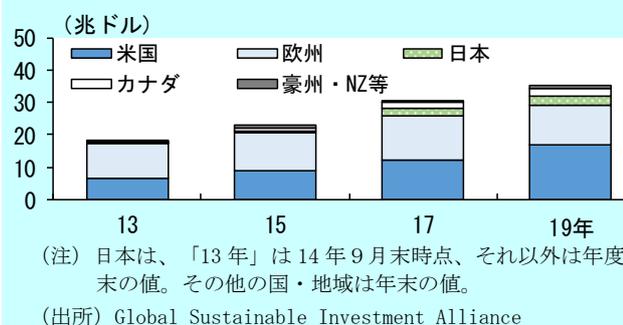
2021年11月

近年、環境・社会・ガバナンスといった要素を投資判断に組み込む ESG 投資がグローバルに拡大している。わが国においても ESG 投資残高は増加しているが、まだ発展の途上にある。市場参加者からの指摘をもとに、わが国における ESG 投資の発展に向けた実務的な課題を整理すると、①企業の ESG 情報開示の拡充、②ESG 評価に関する透明性向上、③ESG 投資における投資目線の確立、の3つにまとめることができる。本稿では、3つの課題の現状と、課題克服に向けた最近の取り組みを紹介する。

## はじめに

2006年、国連が責任投資原則（Principles for Responsible Investment：PRI）を提唱したことを契機として、環境（Environment）・社会（Social）・ガバナンス（Governance）といった要素を投資判断に組み込む「ESG投資」がグローバルに拡大している（図表1）。わが国でも、2015年の年金積立金管理運用独立行政法人（以下、GPIF）によるPRIへの署名がESG投資拡大のきっかけになったと言われている<sup>1</sup>。欧米と比べて歴史が浅いこともあり、わが国におけるESG投資残高は相対的に小規模であるが、このところ増加している。

【図表1】ESG投資残高



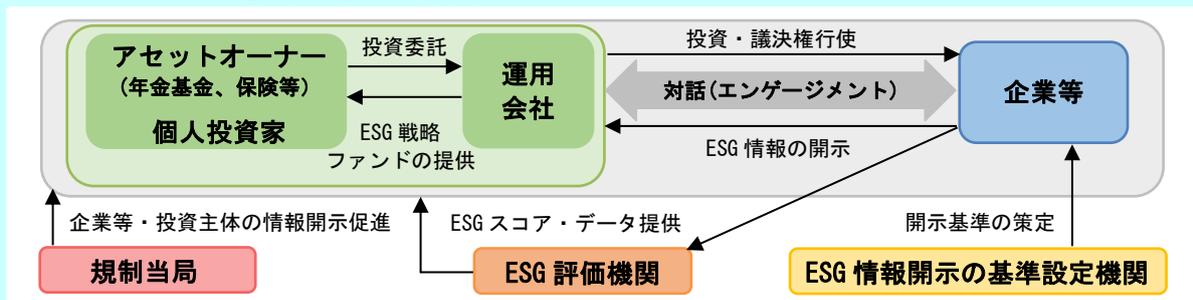
本稿では、市場参加者（証券会社、運用会社、年金基金、保険、企業等）の声なども踏まえつつ、わが国における ESG 投資の発展に向けた実務的な課題を整理するとともに、課題克服に向けた最近の取り組みを紹介したい。

## 実務的な課題の全体像

ESG投資においては、企業等の発行体、アセットオーナー（年金基金、保険等）や運用会社などの投資主体のほか、ESG評価機関、ESG情報開示の基準設定機関などにより、「インベストメント・チェーン」が形成されている（図表2）。企業等は、投資主体を含む幅広いステークホルダーに対して、ESG情報を開示している。開示にあたっては、「国際統合報告フレームワーク<sup>2</sup>」、「GRIスタンダード<sup>3</sup>」、「SASBスタンダード<sup>4</sup>」、「TCFD提言<sup>5</sup>」など、複数の国際的なESG情報開示基準が定められている。また、ESG評価機関は、企業等による開示情報や企業等への質問票・ヒアリングなどを通じて得られた情報をもとに、ESGへの取り組み度合いを数値化した「ESGスコア」を算定している。投資主体のうち運用会社は、企業等の開示情報やESGスコア等をもとに、ESG商品の組成や投資戦略の立案を行い、アセットオーナーや個人投資家に提供している。このほか、規制当局は、企業等や投資主体に対してESG情報の開示を促すなど、市場整備を進めている。

このように、ESG投資に関係する主体は多岐にわたるため、主体毎に様々な課題に直面している。市場参加者からの指摘をもとに、こうした課題を整理すると、①企業のESG情報開示の拡充、②ESG評価に関する透明性向上、③ESG投資における投資目線の確立、の大きく3つにまとめること

【図表 2】 ESG 投資におけるインベストメント・チェーン



(注1) 「ESG 評価機関」は、MSCI、Sustainalytics、FTSE Russell、S&P Global、Bloomberg、CDP、ISS、Refinitiv など。

(注2) 「ESG 情報開示の基準設定機関」は、GRI、SASB、IIRC、TCFD など。

(出所) ヒアリング情報等より執筆者作成

【図表 3】 ESG 投資の発展に向けた課題

課題①：企業の ESG 情報開示の拡充

- 企業の情報開示が十分でない
- 複数の情報開示基準が混在

課題②：ESG 評価に関する透明性向上

- 多くの ESG スコアが存在
- ESG 評価手法の透明性が確保されていない

課題③：ESG 投資における投資目線の確立

- ESG 投資のパフォーマンスへの評価が定まらない
- 投資先の ESG への取り組み評価が難しい

ない点などが指摘されている（図表 4）。以下では、それぞれの課題を順にみていく。

課題①：企業の ESG 情報開示の拡充

1 つめの「企業の ESG 情報開示の拡充」については、多くの投資主体から「企業の情報開示が十分でない」との指摘が聞かれている。また、投資主体・企業等の双方が「複数の情報開示基準が混在」している点を問題視している。以下では、これらの課題を具体的にみた上で、克服に向けた最近の取り組みを紹介する。

（企業の情報開示が十分でない）

運用会社などの投資主体から「本邦企業の ESG 開示情報は量・質の両面において十分ではない」との指摘が多く聞かれている。「量」の面については、「本邦企業は競合他社の動向を睨みながら開示項目を選定する傾向があるため、一度弾みがつけば開示が進む可能性はあるが、今のところ、多くの企業が慎重な姿勢を崩していない」、「海外投資家が参照する ESG 情報開示基準<sup>6</sup>に沿った開示を行う本邦企業は少ない」といった声が聞かれている。また、「質」の面については、「企業が開示している ESG の取り組みと、当該企業の収益・企業価値向上との関連性が不明瞭なケースが多い」との指摘がみられている<sup>7</sup>。ただし、本邦企業の情報開示等に関するサーベイ調査をみると、企業サイドからは「十分開示している」との自己評価が相応にみられており、本邦企業と投資家の間には一定の認識のギャップが存在する模様である（図表 5）。

【図表 4】 ESG 投資に取り組む上での課題

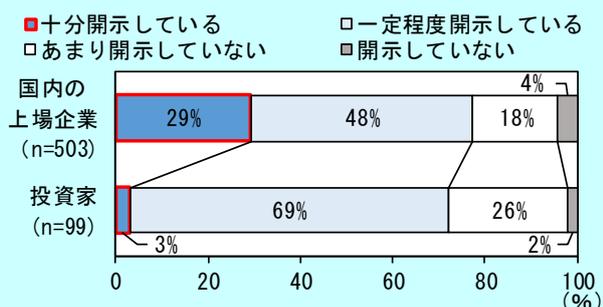
	アジア太平洋	米州	欧州等
ESG データや分析の質が低い それらの入手が困難	45%	50%	56%
持続的にリターンを生み出せるか 確信が持てない	43%	48%	18%
サステナブル投資に関する 報告の質が低い	28%	34%	34%
サステナブル投資を実行する 方法について知識が不足	26%	14%	22%
サステナビリティ目標に合致する 商品が十分でない	23%	23%	36%

(注) 調査対象は、年金基金・保険・運用会社などの機関投資家等。回答先数は 425 先（回答先の構成は、アジア太平洋 12%、米州 25%、欧州等 62%）、3 つまで回答可。調査時期は、2020 年 7～9 月。

(出所) ブラックロック「2020 年 グローバル・サステナブル投資調査」

ができる（図表 3）。なお、国内外の機関投資家を対象としたサーベイ調査においても、ESG 投資に取り組む上での課題として、ESG 関連のデータ入手が困難である点や、投資目線が確立できてい

【図表 5】企業の ESG 情報開示に対する評価



(出所) 生命保険協会 (2021) 「生命保険会社の資産運用を通じた『株式市場の活性化』と『持続可能な社会の実現』に向けた取組について」

（複数の情報開示基準が混在）

現状、ESG 情報の国際的な開示基準は複数存在する（図表 6）。これらの基準は、原則主義（開示における原則を提示）か細則主義（開示項目を細かく設定）かにより大枠が異なるほか、どのような情報を重要視するかによって、開示が推奨される項目も異なっている。

この点について、運用会社などの投資主体からは、「企業毎に準拠する開示基準が異なると、企業間の比較・評価が難しい」との指摘が聞かれている。また、企業にとっても、開示基準の数が多いと、その分、対応コストが増加することになる。実際、グローバルに活動する本邦企業からは、「TCFD 提言に基づいた開示対応だけでなく、米国の投資家のニーズに応えるために、米国企業が多く採用している SASB スタンドに沿った開示も行っており、対応負担は重い」といった声が聞かれている。

（課題克服に向けた最近の取り組み）

こうした課題に対し、各主体は様々な対応を行っている（図表 7）。

【図表 7】企業の ESG 情報開示の拡充への取り組み

主体	課題克服に向けた取り組み
投資主体	・企業との対話等を通じて、ESG情報の開示を促進
企業	・TCFDへの賛同などにより開示拡充 ・ESGに関する目標の達成状況を役員報酬と紐付け
規制当局等	・開示のベストプラクティスの取り纏め ・TCFD等の枠組みに基づく開示の質と量の拡充を促進 ・サステナビリティ等に関する企業情報の開示のあり方を検討
開示基準設定機関	・開示基準の統一・協調を検討

まず、投資主体の取り組みであるが、本邦企業による情報開示の充実に向けて、内外の運用会社は、企業との対話（エンゲージメント）や書簡送付を通じて、温室効果ガスの排出削減計画などの ESG 情報の開示を本邦企業に働きかけている。こうした中、本邦企業による開示拡大に向けた動きも徐々に広がっている（図表 8）。例えば、一部の企業では ESG に関する目標を開示するとともに、その達成状況を役員報酬と紐づけている。また、わが国の規制当局等も、ESG 情報の開示を促す政策対応を進めている（図表 9）。具体的には、2018年に経済産業省が TCFD ガイダンスを策定・公表したほか、2019年より金融庁も情報開示に関するベストプラクティスの公表を開始している。この

【図表 6】主な ESG 情報開示基準

	GRIスタンダード	SASBスタンダード	国際統合報告フレームワーク	TCFD提言
設定年月	2000年6月	2018年11月	2013年12月	2017年6月
開示基準設定機関	グローバル・レポート・イニシアティブ	パリユール・レポート・財団		気候関連財務情報開示タスクフォース
報告内容	企業が、 <b>経済・環境・社会</b> に与える影響	サステナビリティの課題が <b>企業財務</b> にもたらす影響	財務情報と <b>サステナビリティ</b> を含む非財務情報	<b>気候変動</b> による <b>企業財務</b> への影響
開示対象	<b>マルチステークホルダー</b>	<b>投資家など</b>		
特徴	<b>細則主義</b>		<b>原則主義</b>	
マテリアリティ	<b>ダブルマテリアリティ</b>	<b>シングルマテリアリティ</b>		

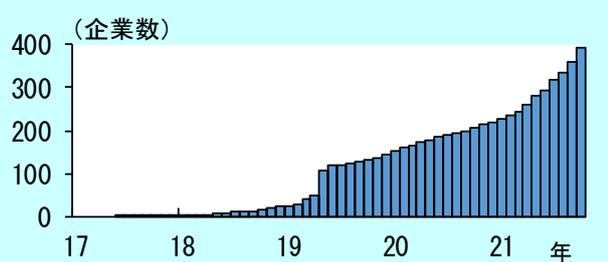
(注1) 「細則主義」は、開示項目を細かく設定するもの。「原則主義」は、開示項目の原則を提示するもの。

(注2) 「シングルマテリアリティ」は、環境・社会問題が企業活動・業績に与える影響の記述を要請。「ダブルマテリアリティ」は、上記に加え、企業活動が環境・社会に与える影響の記述も要請。

(出所) GRI、VRF、TCFD

ほか、東京証券取引所が2021年6月に改訂したコーポレートガバナンス・コードにおいて、新設されるプライム市場の上場企業に対して、「TCFDまたはそれと同等の枠組みに基づく開示の質と量の充実を進めるべき」との記載が新たに追加された。さらには、2021年9月より、金融庁の金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループにおいて、サステナビリティ等に関する企業情報の開示のあり方が検討されている。こうした規制当局等の一連の取り組みを受けて、投資主体からは、本邦企業の情報開示が一段と進むことを期待する声が聞かれている。

【図表 8】 本邦の TCFD 賛同企業数



【図表 9】 気候変動関連情報の開示に関するわが国の規制当局等の取り組み

取り組み内容
2006年4月、一部の事業者に対して、温室効果ガス排出量の報告を義務付ける <b>改正地球温暖化対策推進法を施行</b>
2018年12月、経済産業省が <b>TCFDガイドラインを策定・公表</b>
2019年3月、金融庁が「 <b>記述情報の開示の好事例集</b> 」の公表を開始
2021年6月、東京証券取引所が <b>コーポレートガバナンス・コード改訂で、プライム市場上場企業に対し、TCFDまたはそれと同等の枠組みに基づく開示の質と量の充実を要請</b>
2021年9月、日本銀行が「気候変動対応オペ」の貸付対象先について、 <b>TCFDの提言する4項目および投融資の目標・実績を開示している点を選定基準として設定</b>
2021年9月、金融庁の金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループが <b>サステナビリティ等に関する企業情報の開示のあり方について検討を開始</b>

(出所) 環境省、経済産業省、金融庁、東京証券取引所、日本銀行

次に、情報開示基準の混在についても、グローバルに開示基準の統一・協調に向けた動きがみられるなど、状況は改善しつつある。最近では、2020

年9月に、5つの ESG 情報開示基準の設定機関が、包括的な企業報告の実現を目指す共同声明を公表した<sup>8</sup>。また、2021年6月には、主要な開示基準設定機関である SASB と IIRC が合併し、バリュー・レポーティング財団 (Value Reporting Foundation : VRF) が設立された。2021年11月には、英国で開催された COP26 に合わせて、IFRS 財団により、「国際サステナビリティ基準審議会 (International Sustainability Standards Board : ISSB)」が新設された。同時に、ISSB は、2022年6月までに VRF 等と合併することを発表しており、グローバルな開示基準について統一・協調への動きが進んでいる。こうした中、多くの投資主体から、「開示基準の統一・協調の動きが進めば、本邦企業の対応コストが削減されるほか、開示情報の比較可能性が高まり、ESG への取り組みをより効率的に評価できるようになる」といった声が聞かれている。

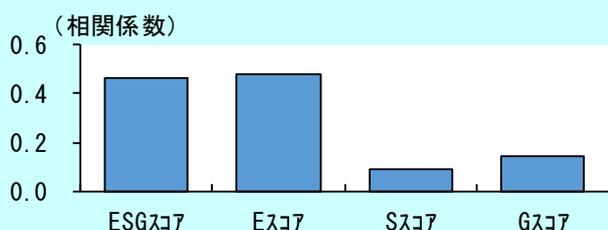
## 課題② : ESG 評価に関する透明性向上

2つめの課題である「ESG 評価に関する透明性向上」については、投資主体・企業等の双方から、「多くの ESG スコアが存在」している点や、「ESG 評価手法の透明性が確保されていない」点が、問題点として指摘されている。

### (多くの ESG スコアが存在)

ESG スコアについては、標準的な算定手法が確立されていない。このため、多くの ESG 評価機関が、独自の評価手法を用いて ESG スコアを算出している。この結果、多くの ESG スコアが並存しており、複数の評価機関が同一の企業に付与したスコアに大きな差が生じるケースも散見されている (図表 10)。こうした中、投資主体からは、「評価方法の違いにより、ESG への取り組みが優れた企業であっても、スコアが低くなる可能性もある」といった指摘がなされている。また、本邦企業からも、「基準となる目線がないため、評価機関毎に重視する項目が異なっており、情報開示や質問票への回答などの面に対応負担が大きい」との声が聞かれている。ただし、一部の投資主体からは、「ESG スコアにバラツキがみられている点について、そのこと自体が問題ではなく、投資家がそれぞれのスコアの特徴を理解した上で利用できることが重要」との指摘も聞かれている<sup>9</sup>。

【図表 10】 2つの評価機関が算定した ESG スコアの相関



(注) 2021年3月末時点。国内株式について、FTSE社とMSCI社がそれぞれ算定した ESG スコアの相関係数。

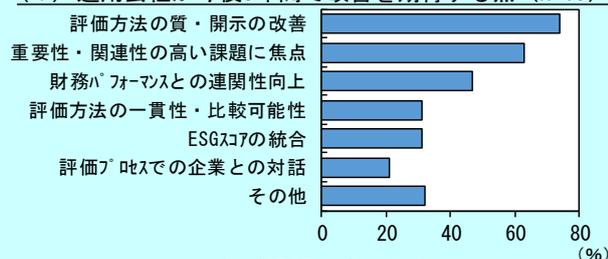
(出所) GPIF (2021) 「2020年度 ESG 活動報告」

(ESG 評価手法の透明性が確保されていない)

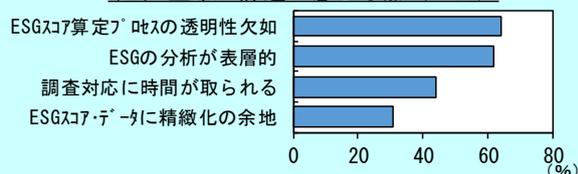
ESG 評価手法の透明性確保について、本邦投資主体からは、「ESG スコアの算定方法を全て開示することは難しいと思われるが、具体的にどのような開示項目やデータ等が評価指標として重視されているかが明らかになれば、スコアの有用性は一段と向上する」との指摘が聞かれている。また、海外の運用会社・企業を対象にしたサーベイでも、ほとんどの運用会社が ESG スコアの「評価方法の質・開示の改善」を期待しているほか、多くの企業が「ESG スコアの算定プロセスについて透明性が欠如」している点を問題視する結果となっている<sup>10</sup> (図表 11)。

【図表 11】 ESG 評価機関に対する運用会社・企業の評価

(1) 運用会社が今後5年間で改善を期待する点 (n=19)



(2) 企業が課題に感じる点 (n=55)



(注) (1) については、3つまで回答可。(2) については、複数回答可。調査対象は、海外の運用会社・企業。

(出所) Sustainability(2020). “Rate the Raters 2020: Investor Survey and Interview Results.”、European Commission and Environmental Resources Management(2021). “Study on Sustainability-Related Ratings, Data and Research.”

(課題克服に向けた最近の取り組み)

以下では、これらの課題に対する、各主体の最近の取り組みをみていきたい (図表 12)。

【図表 12】 ESG 評価に関する透明性向上への取り組み

主体	課題克服に向けた取り組み
投資主体	<ul style="list-style-type: none"> <li>ESG評価機関との対話強化、ESG評価機関と企業の対話を促進</li> <li>ESGスコアの内製化</li> </ul>
企業	<ul style="list-style-type: none"> <li>情報開示や評価機関の質問票の回答に優先順位付け</li> </ul>
ESG 評価機関	<ul style="list-style-type: none"> <li>一部の評価プロセスを開示</li> </ul>
規制当局	<ul style="list-style-type: none"> <li>ESG評価機関等に期待する行動規範等を策定する方針</li> </ul>

ESG 評価の透明性を向上させるため、投資主体は、ESG 評価機関との対話を強化するほか、海外の ESG 評価機関に対して本邦企業との対話を促す動きもみられる。また、ESG 評価プロセスの透明性の不足を補う観点からは、投資主体が自社の投資方針等を織り込みつつ ESG スコアを内製化するなど、自身の ESG 評価能力を高める動きもみられている。

本邦企業においては、ESG 関連の情報開示にかかる人員面等の強いリソース制約を受けて、投資主体の注目度が高い ESG スコアや、パッシブ運用を行っている大口投資家が採用する ESG 指数で参照される ESG スコアに的を絞って、情報開示や質問票への回答といった対応を進めるといった動きがみられている。

こうした中、一部の ESG 評価機関では、ESG の評価プロセスの透明性向上を図る取り組みを実施している。具体的には、①一部の ESG スコアを無料で公開する、②スコア算定の際に用いる ESG の「キーイシュー」や「評価ウエイト」を公表する、③スコアの付与を受ける企業が ESG 評価に対してコメントできるプロセスを設ける、といった取り組みがみられている。

この間、わが国の規制当局の動きをみると、金融庁の「2021 事務年度金融行政方針」において、ESG 評価機関等における、評価手法の透明性や比較可能性のほか、評価の独立性・客観性に係るガバナンスの確保など、期待される行動規範等を今後策定していく方針が示されている<sup>11</sup>。

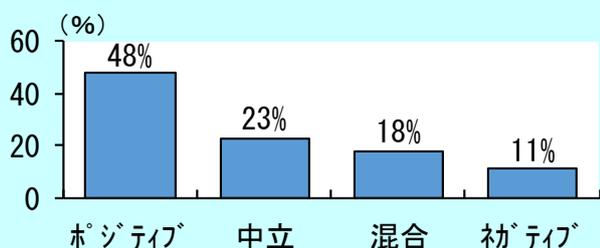
### 課題③：ESG 投資における投資目線の確立

3つめの課題である「ESG 投資における投資目線の確立」については、投資主体から、「ESG 投資のパフォーマンス（金銭的リターン）への評価が定まっていない」ことや、「投資先の ESG への取り組み評価が難しい」といった課題が指摘されている。

（ESG 投資のパフォーマンスへの評価が定まらない）

ESG 投資の長期的なパフォーマンスについて、明確なコンセンサスはまだ得られていない。例えば、各国の先行研究を幅広くサーベイした論文においては、ESG 投資のリターンは、それ以外の投資と比べて「良好（ポジティブ）」との見方が半数程度を占めるものの、一部には、「ネガティブ」との結論もみられている、と整理されている（図表 13）。投資主体であるアセットオーナーへのサーベイ結果をみても、「ポジティブ」との評価が一定数みられるものの、投資パフォーマンスの評価は「時期尚早」との見方が半数以上となっている（図表 14）。

【図表 13】 ESG 投資のパフォーマンスへの評価



（注） ESG 要素と株価・企業業績に関する約 2,200 本の先行研究サーベイを行った下記の論文に基づく。

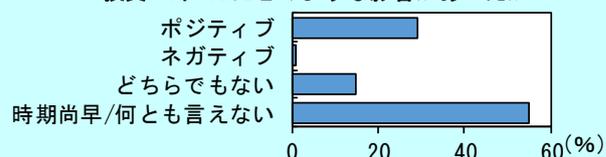
（出所） Friede, Busch, and Bassen (2015). “ESG and Financial Performance: Aggregated Evidence from More than 2000 Empirical Studies.”

ESG 投資が発展していくためには、投資主体の間で、ESG 投資のパフォーマンスに対する評価が確立されることが重要である<sup>12</sup>。一般的に、ESG 投資は、投資の効果が発現するまでに長期間を要するため、ESG 投資のパフォーマンスを評価するためには、10 年程度の長期データ等の蓄積が必要といわれている。この点、一部の投資主体からは、わが国の ESG 投資は歴史が浅く、データが十分蓄積されるまでに、まだ時間がかかるとの見方も聞かれている。また、本邦投資主体における担当者

の在任期間や投資委託の契約期間が 1～3 年程度であるケースが多く、比較的短期間のパフォーマンスが重視されてきたことから、長期的な観点で ESG 投資のパフォーマンスを評価する体制が構築され難い面があったとの声も聞かれている。

【図表 14】 ESG 投資のパフォーマンスに対するアセットオーナーの見方

質問： ESG インテグレーションの取り込みはこれまでのところ投資パフォーマンスにどのような影響があったか



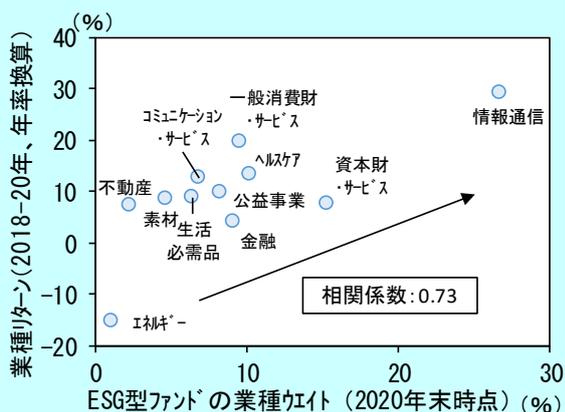
（注） 調査対象は、世界 46 か国のアセットオーナー（332 先）。調査時期は、2019 年。ESG インテグレーションとは、財務情報のほか、ESG 情報も投資判断に組み込む手法のこと。

（出所） Responsible Investor and UBS Asset Management (2019) . “ESG: Do you or Don’t you?”

（投資先の ESG への取り組み評価が難しい）

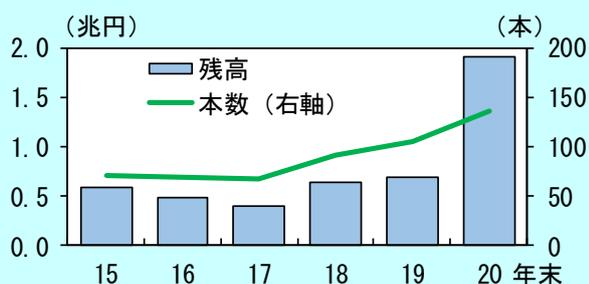
投資主体からは、課題①・②もあって、投資対象となる企業等の各種取り組みが、ESG に資するかどうかの判断が難しく、投資先やファンドの選別は容易ではないとの声が聞かれている。この点、海外の ESG 型ファンドの事例をみると、投資パフォーマンスが高いセクターほど、ファンドへの組入れ比率が高い傾向にあり、一部の投資主体からは ESG 要素よりパフォーマンスに重点が置かれている可能性も指摘されている（図表 15）。また、欧州では、一般的なファンドから ESG 型ファンドへの転換を契機に、資金流入が大幅に増加したとの調査結果が示されている<sup>13</sup>。この点、わが国においても、ESG 型ファンドの需要が増加しており、運用会社は、ファンド名に「ESG」を掲げる誘因が働きやすい環境にあると言われている（図表 16）。こうした動きが過度に進む場合、ファンド名に「ESG」を冠しているにもかかわらず、実態を伴わない「ESG ウォッシング（グリーンウォッシング）」に繋がる可能性もあるため、投資主体は、ESG 要素を自身でも十分に見極める必要に迫られている<sup>14</sup>。

【図表 15】 ESG 型ファンドの組入業種とリターンの関係



(注) 「ESG 型ファンドの業種ウエイト」は、Mahmood (2021) で示されている純資産残高上位 20 ファンドの純資産残高・業種ウエイトをもとに、執筆者が試算。「業種リターン」は、S&P500の業種リターン(配当再投資)。  
(出所) Mahmood (2021). “The Top 20 Largest ESG Funds - Under the Hood.”、Bloomberg

【図表 16】 ESG 型ファンドの本数と投資残高



(注) ESG 型ファンドとは、QUICK 資産運用研究所が、投資信託の運用方針をもとに分類したもの。  
(出所) 金融庁、QUICK 資産運用研究所

(課題克服に向けた最近の取り組み)

上記で示された課題への克服に向けて、各主体から以下のような動きがみられている(図表 17)。

【図表 17】 ESG 投資における投資目線の確立への取り組み

主体	課題克服に向けた取り組み
投資主体	<ul style="list-style-type: none"> <li>ESG投資のパフォーマンスを検証、ESGファンドに独自の認証基準を導入</li> <li>ESG投資のパフォーマンス評価や目利き力強化に向けた体制整備、人員増強</li> <li>ファンドの組入銘柄のESG対応状況を開示、ESG投資のインパクトを試算</li> </ul>
信用格付機関	<ul style="list-style-type: none"> <li>信用格付にESG要素がどの程度勘案されているか可視化</li> </ul>
規制当局	<ul style="list-style-type: none"> <li>運用会社等がファンド名に「ESG」等をつける場合、ファンドの実態について説明が必要との見解を提示</li> </ul>

ESG 投資のパフォーマンスについては、わが国はもとより欧米においても、投資主体などが、検証作業を積極的に行っている<sup>15</sup>。また、本邦の投資主体の中には、長期的な目線から ESG 投資のパフォーマンス評価を行うため、ESG 投資に関する会議体や委員会、専門部署の設置や、専門人材の採用・育成などを進める先もみられる。このほか、一部の信用格付機関において、信用格付に ESG 要素がどの程度勘案されているかを示すスコアの開発が進んでおり、ESG 要素の信用格付への織り込み度合いが可視化されることで、債券投資におけるパフォーマンス評価の精緻化に繋がる可能性を期待する向きもある。

次に、投資先の ESG への取り組み評価について、内外の運用会社の中には、厳格に ESG への取り組みを選別するため、自社提供の ESG ファンドに独自の認証基準を導入している先もみられる。また、上述の投資主体による体制整備や専門人材の増強によって、ESG 投資への目利き力強化に努める先もみられている。このほか、一部の本邦運用会社では、ファンドの組入銘柄における ESG への対応状況を開示しているほか、自社の ESG 投資が環境・社会に与えるインパクトを定量的に試算する取り組みがみられている。

わが国の規制当局においては、金融庁に設置されたサステナブルファイナンス有識者会議の報告書の中で、「ESG」、「SDGs」、「インパクト投資」等の名称をファンド等に付ける場合には、可能な限り指標等の客観的な情報を用いて説明する必要があるとの見解を示している<sup>16</sup>。

おわりに

本稿では、日本における ESG 投資の発展に向けてインベストメント・チェーンの各関係主体が直面する実務的な課題とその克服に向けた最近の取り組みについて整理した。こうした課題の多くは、先述のサステナブルファイナンス有識者会議等の場でも議論されているほか、トランジション・ファイナンスについては、国際資本市場協会 (International Capital Market Association :ICMA) の国際原則と統合的な基本指針を金融庁・経済産業省・環境省が策定・公表するなど、政府においても様々な取り組みが進められている<sup>17</sup>。日本銀行においても、気候変動問題については、行内組織

である「気候連携ハブ」を立ち上げるなど体制の強化を図ってきたほか、2021年7月には、「気候変動に関する日本銀行の取り組み方針について」を公表している<sup>18</sup>。

わが国の ESG 投資の発展を一段と推し進めていくためには、インベストメント・チェーンを形

成する各主体が、直面する課題を正確に認識した上で、その克服に向けて積極的に取り組んでいくことが求められる。グローバルな ESG 投資の潮流のもと、ESG 要素などの非財務情報に関する開示を進め、理解を深めていくことで、本邦金融市場の機能度向上や活性化に繋がっていくことが期待される。

\* 現・金融機構局

<sup>1</sup> ESG 投資の概要や歴史については、次の資料を参照。

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

<sup>2</sup> 国際統合報告評議会 (International Integrated Reporting Council :IIRC) が策定する開示基準。企業による統合報告書作成の際に考慮すべき原則や開示すべき内容を纏めている。

<sup>3</sup> Global Reporting Initiative が策定する開示基準。開示主体が経済・環境・社会に与える影響を、投資家だけでなく、広くステークホルダーに向けて説明するための基準を纏めている。

<sup>4</sup> 米国サステナビリティ会計基準審議会 (Sustainability Accounting Standards Board: SASB) が策定する開示基準。11 セクター・77 業種別に、企業にとって財務的に重要である環境・社会などの持続可能性に関する開示項目・指標を設定している。

<sup>5</sup> 気候関連財務情報開示タスクフォース (Task Force on Climate-related Financial Disclosures: TCFD) が 2017 年 6 月に公表した最終報告書。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重要性を指摘している。

<sup>6</sup> 欧米の機関投資家を主な調査対象とした民間のサーベイ調査である Morrow Sodali (2021). “Institutional Investor Survey 2021.” によれば、企業の ESG 情報開示における望ましい開示基準として、TCFD (75%) や SASB (53%) を挙げる先が多い。

<sup>7</sup> こうした点は、わが国だけでなく、グローバルに同様の傾向がみられている。例えば、グローバルな機関投資家を対象とした民間のサーベイ調査である EY (2020). “How will ESG performance shape your future?” では、ESG 情報開示の有用性に関する課題として、「ESG 開示情報と財務情報との連関性のなさ」(46%) や「長期の企業価値向上に関する情報が不足」(41%) との回答が多い。

<sup>8</sup> CDP, CDSB, GRI, IIRC, and SASB (2020). “Statement of Intent to Work Together Towards Comprehensive Corporate Reporting.”

<sup>9</sup> この点に関連して、ESG スコアにバラツキが生じる背景を分析した以下の論文では、キーシューの評価にあたって評価機関が用いる「評価指標」の違いで、全体のバラツキの 5 割以上が説明できることを示している。「評価指標」選定プロセスの透明性向上が ESG スコアの特徴や算定方法の違いを理解する上で重要であることが示唆されている。

Berg, Florian, Julian Kölbel, and Roberto Rigobon (2020). “Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings.” Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3438533>

<sup>10</sup> ESG 評価機関が ESG 評価を行う際、評価手法の透明性が確保されていない中で、当該企業に対して有償でのコンサルティングも提供する点について、利益相反に繋がるとの懸念が聞かれている。

<sup>11</sup> グローバルにみると、欧州委員会からは、2023 年第 1 四半期までに、ESG スコアの信頼性・比較可能性向上のための対応を講じる方針が示されている。また、証券監督者国際機構

(International Organization of Securities Commissions :IOSCO) からは、2021 年 11 月に、ESG スコアの算定方法について、透明性向上を含む提言が公表されている。

IOSCO (2021). “Environmental, Social and Governance (ESG) Ratings and Data Products Providers.”

<sup>12</sup> ESG 投資のパフォーマンスに関して、資産管理を受託する機関投資家は、受託者として金銭的リターンの最大化を図るべきと一般的に考えられてきたため、金銭的リターンだけでなく ESG 要素を考慮して投資判断を行うことは、受託者責任に反する可能性があるとの論点もある。なお、金融庁に設置されたサステナブル有識者会議の報告書では、「ESG 投資は受託者責任に反しないという認識は、全世界的に一定程度の支持を得ているものと考えられる」と示されている。

サステナブルファイナンス有識者会議報告書「持続可能な社会を支える金融システムの構築」、2021 年 6 月

<sup>13</sup> European Securities and Markets Authority (2021). “ESMA Report on Trends, Risks and Vulnerabilities,” No.1, 2021

<sup>14</sup> グローバルな機関投資家へのアンケート調査、Schroders (2021). “Institutional Investor Study 2021” では、ESG 投資を行う際の課題として、「グリーンウォッシング」を挙げる先が最も多い。

<sup>15</sup> 平時のパフォーマンス評価のほかに、危機時の検証も行われている。具体的には、ショックが発生した際、長期投資が前提となる ESG 投資では、価格下落に対して相対的に頑健性があるとの分析結果が示されている。例えば、次の資料を参照。

Morgan Stanley (2019). “Sustainable Reality.”

<sup>16</sup> グローバルにみると、規制当局が運用会社等の開示を促す動きがみられている。例えば、EU では、運用会社等の情報開示を促す規制が既に導入されている。

<sup>17</sup> 金融庁・経済産業省・環境省「クライメート・トランジション・ファイナンスに関する基本指針」、2021 年 5 月

<sup>18</sup> 日本銀行「気候変動に関する日本銀行の取り組み方針について」、2021 年 7 月

[https://www.boj.or.jp/announcements/release\\_2021/re1210716b.pdf](https://www.boj.or.jp/announcements/release_2021/re1210716b.pdf)

日銀レビュー・シリーズは、最近の金融経済の話題を、金融経済に関心を有する幅広い読者層を対象として、平易かつ簡潔に解説するために、日本銀行が編集・発行しているものです。ただし、レポートで示された意見は執筆者に属し、必ずしも日本銀行の見解を示すものではありません。

内容に関するご質問等に関しましては、日本銀行金融市場局総務課 (代表 03-3279-1111) までお知らせ下さい。なお、日銀レビュー・シリーズおよび日本銀行ワーキングペーパー・シリーズは、<https://www.boj.or.jp> で入手できます。