



やさしく読み解くSDGs (3)

－ ESG投資の潮流と今後の課題－

信金中央金庫 地域・中小企業研究所主席研究員

平岡 芳博

(キーワード) ESG投資、SRI、責任投資原則、PRI、責任投資、GSIA、サステナブル投資、ESGインテグレーション、ESG格付

(視 点)

持続可能な社会の実現に向けた取組みの中で、ESG投資が存在感を増している。SDGsが、“持続可能な社会”を様々な角度からイメージした「あるべき姿、目指す形」であり、社会の移行と変化を促す道標（みちしるべ）だとすれば、ESG投資は、その実現に向けた変革をファイナンス面から後押しする仕組みの一つと位置づけられよう。

ESG投資は、新規領域ゆえの敷居の低さも手伝って、投資手法やアセットの裾野を広げつつ発展を遂げてきたが、統計数値等を投資手法や国・地域ごとに見ていくと、一括りに「ESG投資」といっても発展状況は一様ではないことが窺える。

本稿では、ESG投資を巡るこれまでの動きを、ポイントを絞って振り返りながら、それらが紡ぎ出した「ESG投資」の現在の形を確認するとともに、将来に向けた課題等についても論及する。

(要 旨)

- ESG投資が世に出る契機となった国連「責任投資原則」(PRI)への署名状況を国別に俯瞰すると、英・米では2016－2017年頃から特にアセット・マネージャーによる署名数が増加するなど、「ESG投資」の規模や品揃えが急速に拡大した様子が窺える。また、投資手法ごとの残高からは、国・地域ごとの選好状況が見てとれる。
- ESG投資における投資判断の精度向上や、ESG投資市場の健全な発展に向けては、ESG格付等の透明性向上が求められるほか、持続可能な社会の将来の発展を見据えれば「トランジション・ファイナンス」等に係る市場の整備も欠かせない。

はじめに

持続可能な社会の実現に向けた取組みの中で、いわゆるESG投資が存在感を増している。SDGsが、“持続可能な社会”を様々な角度からイメージした「あるべき姿、目指す形」であり、社会の移行と変化を促す道標（みちしるべ）だとすれば、ESG投資は、その実現に向けた変革をファイナンス面から後押しする仕組みの一つと位置づけられよう^(注1)。

経済紙などで目にする特集記事では、「ESG投資」を次のように点描し、その急速な発展状況を報じている。

- ▶「ESG投資」は、環境 (Environment)、社会 (Social)、企業統治 (Governance) に対する活動を踏まえて企業に投資する手法
- ▶世界的に拡大しており、その規模は約35兆ドル (4,000兆円弱) に及んでいる
- ▶日本でのESG投資は世界全体の8%程度とまだ低いが、2015年に年金積立金管理運用独立行政法人 (GPIF) が「責任投資原則 (PRI)」に署名したのを契機に、近時急速な拡大を見せている

ESG投資は、新規領域ゆえの敷居の低さも手伝って、投資手法やアセットの裾野を広げつつ、また、“企業価値の創造”や“持続可能性”といった要素とも結びついて、ここまで上記のような拡大を遂げてきた。しかしながら、統計数値等を投資手法や国・地域ごとに見ていくと、一括りに「ESG投資」といっても発展状況は一様ではないことが窺える。また、今後に向けては、地球温暖化や社会変容などがリスクと機会の両面でESG投資に影響

を及ぼし、その姿を変えていく可能性もある。

本稿では、ESG投資を巡るこれまでの動きを、ポイントを絞って振り返りながら、それらが紡ぎ出した「ESG投資」の現在の形を確認するとともに、将来に向けた課題等について論及する。

1. サステナビリティを巡るこれまでの流れ

図表1は、「社会課題の解決」や「持続可能な発展」に向けた主なイニシアティブ（主導的取組み）のこれまでの流れと、「ESG投資」に係る主な当事者の位置関係を模式的に示したものである。（以下の説明の補足材料として、適宜参照いただきたい。）

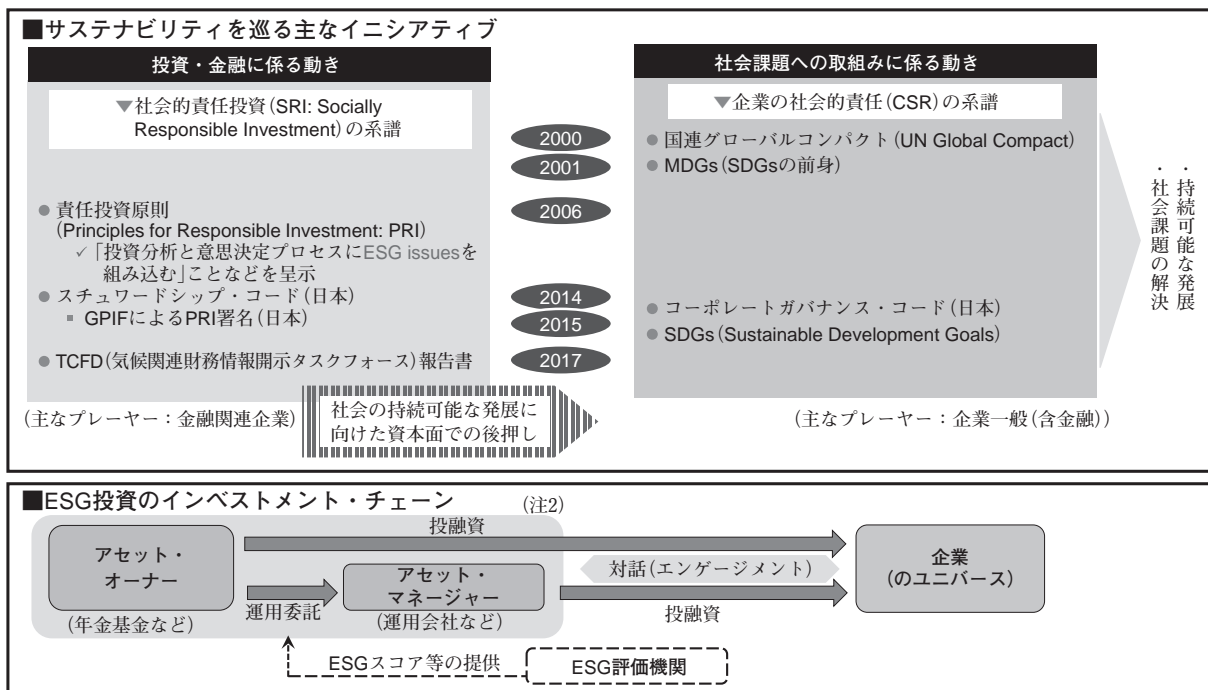
「ESG投資」を考えるに当たっては、イニシアティブの流れを2つに分けて考えると分かりやすい。図では、「投資・金融に係る動き」（左側）と「社会課題への取組みに係る動き」（右側）の2つを置いた。

「ESG投資」の位置取りは、左側の流れの中で、持続可能な発展等に向けた企業一般（右側）の取組みをファイナンス面から後押しする役割である。

なお、左側の流れの冒頭に「社会的責任投資（SRI: Socially Responsible Investment）の系譜」と置いたが、「SRI」とは、1920年ごろから主に欧米で展開された投資類型で、社会的な倫理観や価値観を重視するスタイルを特徴とした。もともとキリスト教教会の余

(注)1. 両者の関係につき、GPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）はホームページの中で、（投資家である）「GPIFによるESG投資と、投資先企業のSDGsへの取り組みは、表裏の関係にある」と表現している。（<https://www.gpif.go.jp/investment/esg/>）

図表1 サステナビリティと投資の鳥瞰図



(備考) 信金中央金庫 地域・中小企業研究所作成

裕資金を原資とした投資であったことから、タバコ、アルコール、ギャンブル関連の企業には投資せず、投資対象の企業や業界に社会的な問題が生じた場合には資金を引き上げるなどし、それがESG投資における「ネガティブ・スクリーニング」の投資手法にもつながったと言われている。

2. 「E・S・G」が世に出る契機となった国連「責任投資原則」(PRI)

(1) 国連「責任投資原則」

いわゆる「ESG投資」が世に出る契機を作ったのは、2006年4月に公表された国連「責任投資原則」(“Principles for Responsible Investment”。以下「PRI」という。)とされ

ている。PRI事務局のウェブサイトによれば、PRIとは「ESGの諸論点を投資実務に組み込むための一連の行動指針 (a menu of possible actions for incorporating ESG issues into investment practice) とされ、具体的には図表2に示す6項目で構成される。

PRI公表時の国連ウェブサイト^(注3)によれば、PRIの作成はコフィ・アナン事務総長(当時)の唱導の下で進められ、20以上の年金基金や財団、特別政府基金等が参加し8か月をかけて起草された。アナン氏は、PRIの作成を進めた動機について「グローバル経済にとってファイナンスの役割は欠かせないが、その中であって、投資の意思決定に環境・社会・コーポレートガバナンスについての考

(注)2. アセット・オーナー(年金基金など)は、資産を自ら運用することもあれば、アセット・マネージャー等(運用会社や信託銀行など)に運用を委託することもある。

3. PRI公表時の国連プレスリリースより。(https://www.un.org/press/en/2006/sg2111.doc.htm)

図表2 責任投資原則

1	We will incorporate <u>ESG issues</u> into investment analysis and decision-making processes. 私たちは、投資分析と意思決定プロセスに <u>ESGの諸論点</u> を組み込みます。
2	We will be active owners and incorporate <u>ESG issues</u> into our ownership policies and practices. 私たちは、投資資産のオーナーとしての権利を踏まえ、資産保有方針とその実践に <u>ESGの諸論点</u> を組み入れます。
3	We will seek appropriate disclosure on <u>ESG issues</u> by the entities in which we invest. 私たちは、投資の対象先が <u>ESGの諸論点</u> につき適切に開示するよう求めます。
4	We will promote acceptance and implementation of the Principles within the investment industry. 私たちは、資産運用業界において本原則が受容・実践されるよう、働き掛けを行います。
5	We will work together to enhance our effectiveness in implementing the Principles. 私たちは、本原則の実践に当たっての実効性を高められるよう、協働して取り組みます。
6	We will each report on our activities and progress towards implementing the Principles. 私たちは、本原則の実践に係る活動状況や進捗状況を各自報告します。

(備考) PRI『Principles for Responsible Investment』(英語版)より転記(和訳は信金中央金庫 地域・中小企業研究所)(下線筆者)

慮一言い換えれば、持続可能な発展に向けた信条となる考え方が十分に織り込まれていない」との思いが原点となったと語っている。

では、ここでいう“ESG issues”とは何か。PRI事務局のウェブページに掲載されているブックレット^(注4)では、“What is Responsible Investment?”(責任投資とは何か)として、次のような説明が付されている。

(原文) The PRI defines responsible investment as a strategy and practice to incorporate environmental, social and governance (ESG) factors in investment decisions and active ownership.
(※文章冒頭の“The PRI”はPRIの運営組織を指している。)

(備考) PRI『Principles for Responsible Investment』(英語版)より転記

(和訳) PRIでは責任投資(responsible investment)を、投資判断や株主権利の行使において環境・社会・ガバナンス(ESG)の要素を組み込むという戦略ならびに実践、と定義している。

(備考) 信金中央金庫 地域・中小企業研究所作成

このように、PRIとは、機関投資家等に向け、投資判断の局面や運用資産に基づく権利行使といった局面で(投資先企業の財務情報だけでなく)「E・S・G」の視点も組み入れて判断することを提唱する行動案であり、その意味で、PRIに言う「責任投資」(responsible investment)とは「投資行動」を示す概念である。

なお、日本においては、そのような投資行動は一般に「ESG投資」と呼ばれている。呼称が定着していることを踏まえ、本稿においても、そのような意味合いで「ESG投資」を使うこととする^(注5)。

ちなみに、GSIA(Global Sustainable Investment Alliance)^(注6)では、以下のとおり、同様の投資行動をより具体的に定義し、「サステナブル投資」(sustainable investment)と称している。

(注)4. <https://www.unpri.org/download?ac=10948>

5. ちなみに、海外の文献等において“ESG investment”あるいは“ESG investing”と表記されているケースは多くない。

6. 各国のESG調査機関の連携によって構成されるESG投資の普及団体で、グローバルな残高等に関するレポートを2012年分から作成・公表している。

(原文) An approach to investment where an environmental, social and governance factors, in combination with financial considerations, guide the selection and management of investments.

(備考) GSIA 『Global Sustainable Investment Review 2012』より転記

(和訳) ポートフォリオの選定と管理運営に向け、財務面の考察と併せて環境・社会・ガバナンスの要素を考慮する投資アプローチ。

(備考) 信金中央金庫 地域・中小企業研究所作成

「環境・社会・ガバナンス (ESG) の要素を考慮する」という行動を敷衍すれば、これまで財務分析の対象とはされていなかったが、結果的に投資対象企業の財務に影響を及ぼし得る要素 (当該企業が気候変動にどのように対応するか、健康経営や安全管理に対する取組みはどうか、サプライチェーンをどのように管理しているか、信頼の構築やイノベーションの促進につながる企業文化を持っているか、など) を考慮に入れて投資行動に活かす、ということになるだろう^(注7)。

(2) PRIスタート (2006年) の趣旨と背景

PRIは「投資実務へのESG issuesの組み込み」を提唱する箇条書きの行動案であるため、そのような取組みによって何を指すのかにつき、そこには特段の説明は付されていない。

その点、PRIに先立って、これもアナン氏の提唱でスタートした複数のイニシアティブが検討報告書を公表しており、“目指す姿”についても触れられている。

そのようなイニシアティブの1つである“Who Cares Wins” (WCWイニシアティブ) の報告書^(注8) (機関投資家、企業、規制当局、証券取引所、金融機関、アドバイザーなどによる検討内容を総括したもの) には、E・S・Gへの考慮を通じて目指すインベストメント・チェーンと持続可能な社会のあり方が、例えば次のような形で表現されている。

- グローバル化が進み、相互連関の高まりと競争環境が激化した世界にあって、E・S・Gの諸論点に対処できていることがすなわち、企業にとって競争を勝ち抜くために必要とされる総合的な経営的資質の1つであること
- E・S・Gの諸論点にうまく対処している企業は、例えばリスクマネジメント、規制措置の想定、新しい市場へのアクセスに適切に対応することで、企業価値の向上や、さらには企業が活動する地域社会の持続的な発展に貢献すること
- さらに、E・S・Gの諸論点は、企業価値においてますます重要な位置づけを占めるレピュテーションとブランドに、強い影響を与える可能性があること

コフィ・アナン氏は、SDGsの前身である「ミレニアム開発目標」(Millennium Development Goals: MDGs) の創案と採択を牽引した事務総長として知られている。

SDGs (2015年採択) では、持続可能な発展の推進エンジンとして民間セクターにも様々な役割が設定されたが、MDGsからPRIへと続いた2000年代初頭において、社会の持続可能な発展に向けた資本面での後押しというアナン氏の問題意識に答える解の1つ

(注)7. 「E・S・G」視点も組み入れた投資判断の流れが投資家サイドで高まることによって、選ばれる企業側には自社の「E・S・G」取組みを対外発信する必要が生ずることになる。企業側では「統合報告書」や自社ウェブサイト等を通じ、機会とリスク、プラス面とマイナス面を含めて発信することが求められている。

なお、企業の情報開示としての“ESG”と、投資アプローチとしての“ESG投資”とが時に混同して語られることがあるが、実際には、両主体 (企業と投資家) はESG情報を挟んで、“出し手”と“受け手”という対照的な位置関係に立っている。

8. <https://documents1.worldbank.org/curated/en/280911488968799581/pdf/113237-WP-WhoCaresWins-2004.pdf>

が、E・S・Gを通じた企業と社会の発展というPRIのコンセプトだったと思われる。

3. 「ESG投資」市場の発展状況

(1) PRI署名者数の推移

ここで、「ESG投資」市場のこれまでの発展状況を見ていきたい。

図表3は、PRI署名者数のうち、英国・米国・日本の署名機関数を、属性（アセット・オーナー、アセット・マネージャー、サービス提供会社）別に、署名実施年でプロットしたものである。

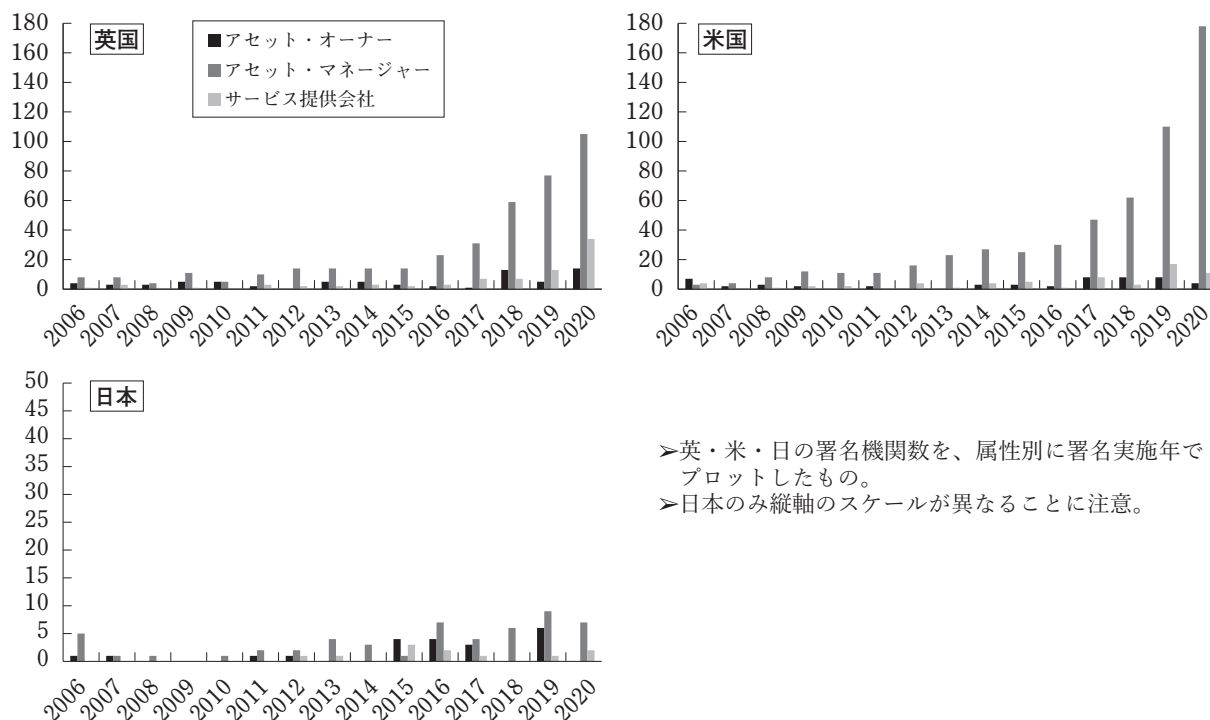
本稿脱稿時点の署名機関数4,661（アセット・オーナー668、アセット・マネージャー

3,497、サービス提供会社496）と隆盛を誇るPRIであるが、図表3からまず読み取れるのは、英・米・日において、当初数年間の署名数は比較的低調だったことである。

PRIへの署名によって新たな投資アプローチの採用表明に踏み出す投資家が多くなかった理由として、以下のような背景が当時あったことが考えられる。

- ①E・S・Gなど非財務情報の開示レベルの低さ
- ②分析ノウハウの集積不足
- ③「受託者責任」論点^(注9)の存在
- ④機関投資家におけるショートターミズム^(注10)の存在

図表3 PRI署名者数の推移



(備考) PRIウェブサイトのデータより信金中央金庫 地域・中小企業研究所作成

(注)9. 機関投資家が、社会的な付随利益のみに着目してESG投資を行ったと解された場合、受益者の最大利益を図るべきという忠実義務に反しかねないとの論点。ESG投資に係る「受託者責任」面の整理は、各法域で進捗に差異は見られるものの、その後徐々に進められている。

10. 2000年代初頭に見られたショートターミズム（企業や投資家が短期的な利益を追求する行動をとること）は、長期視点からの投資を前提としたESG投資とは相容れないものであった。

次に読み取れるのは、英・米においては、PRIの導入から数年を経て署名者数（特にアセット・マネージャー）が増え始めていることである。PRIへの署名とESG投資への参入が必ずしもリンクするものではないが、ある程度マーケット動向を見定めた後に、それぞれの分野のプロダクト開発に長けた（ブティック型を含む）アセット・マネージャーが参入し始めたことを反映した動きとみられる。

これを踏まえると、英・米においてはESGプロダクトの品揃えも、2016—2017年頃にかけて大きく広がった可能性がある。

日本においては、2015年9月に年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）がPRIに署名し、その事実を公表するとともに、運用受託機関に対し、PRIへの署名状況の報告と活動状況の説明（署名している場合）、ならびに、署名していない場合に理由の説明を求めたことが知られている。

しかしながら、英・米で見られたような強

い動きは、日本においては現在のところ発現していないように見受けられる。

(2) ESG投資の残高推移

①国・グローバル地域別

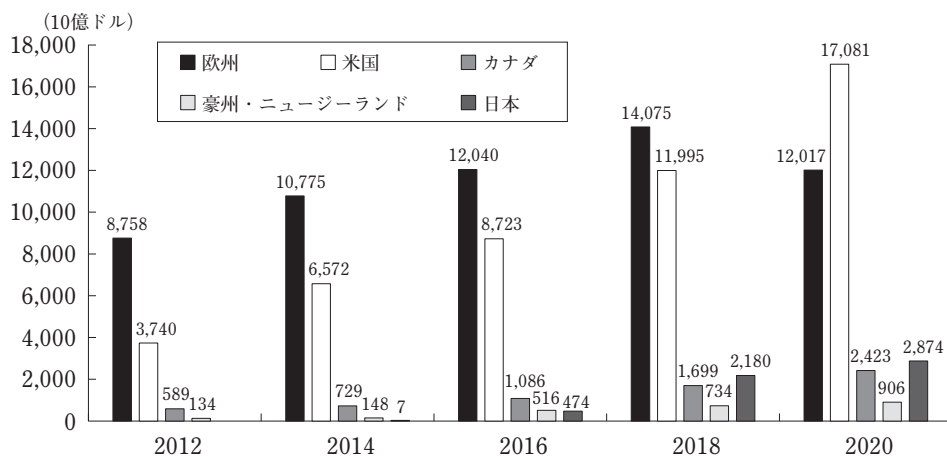
続いて、ESG投資の残高の推移を見ていく。

「責任投資原則」への署名機関数等についてはPRI事務局が適時公表しているのに対し、ESG投資の残高については、GSIA（Global Sustainable Investment Alliance）が2012年版以来、隔年をベースに公表しているレポートに詳しく記載されている。

なお、いわゆるESG投資をGSIAは「サステナブル投資」（sustainable investment）と呼んでいることは上述のとおりであるが、GSIAは「サステナブル投資」の概念につき、地域により定義等が一様でないことも踏まえ、「責任投資」や「SRI」とも互換的に把握し得るものとしている。

図表4は、「サステナブル投資」の地域別

図表4 サステナブル投資残高の地域別推移



（備考）GSIA『Global Sustainable Investment Review 2014』、同『2016』、同『2020』より信金中央金庫 地域・中小企業研究所作成

推移を示したものである。

グラフからは、残高レベルに差こそあれ、各地域で増加の傾向にあることが見てとれる。なお、2010年の欧州の残高が2018年から減少しているのは、同地での法制変更（「サステナブル投資」の認定要件の変更）があったことを反映したものとされている。

このように、「サステナブル投資」は“発展途上”でもあり不確実な要素を含んではいるものの、GSIAの報告書は残高推移の趨勢を掴む意味で有益である。

②投資手法別

次に、投資手法ごとの残高を比較する。

図表5は、「サステナブル投資」における投資手法の概念をまとめたものである。

図表6は、投資手法ごとに「グローバル」残高（日本を含む）と「日本」における残高（2020年（度））を書き出したものである（「グローバル」と「日本」で残高の縮尺が違うことに注意）。^(注11)

「グローバル」・「日本」とも相対的に残高の多いのが「ESGインテグレーション」と「エンゲージメント／株主行動」の2類型である。

「ネガティブ・スクリーニング」に関しては、「グローバル」では残高が相応に多いのに対し、「日本」においては比較的少ない。

限られたデータから傾向を導き出すのは簡単ではないが、E・S・G要素を組み込んだ企業収益予想等を通じて投資を行う「ESGインテグレーション」や、企業との

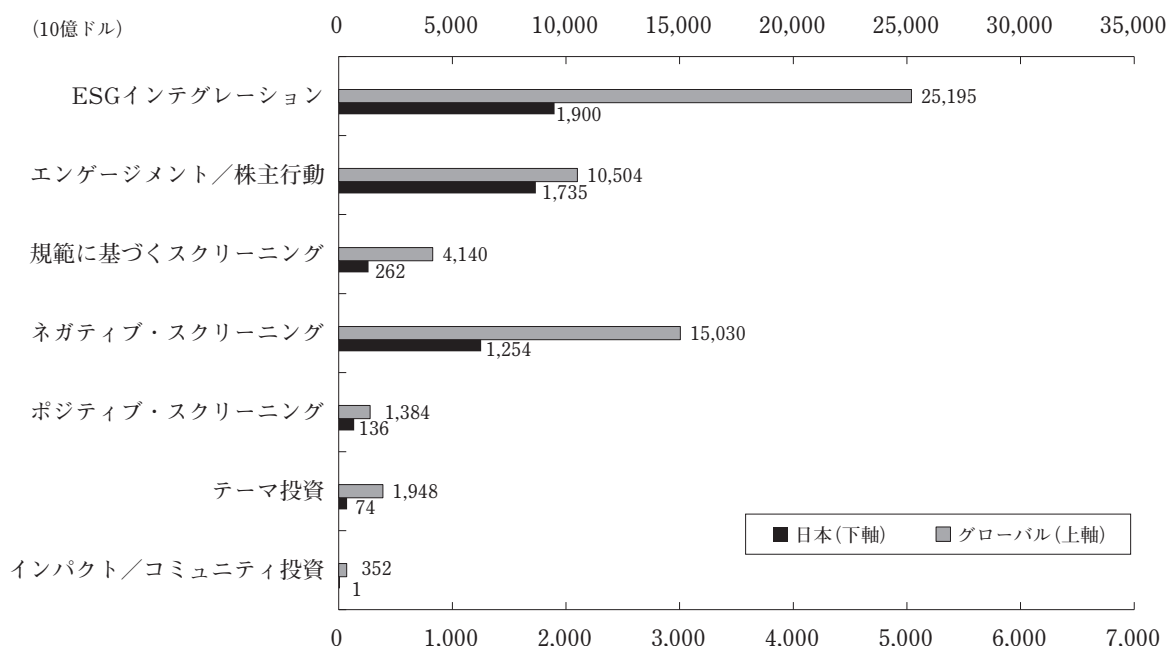
図表5 サステナブル投資における投資手法の概要

投資手法	概要
■ ESG integration ESGインテグレーション	・財務分析の過程に、E・S・Gの要素を体系的・明示的に包含させる
■ Corporate engagement & shareholder action エンゲージメント／株主行動	・投資先との直接的エンゲージメント（経営層や取締役会との対話など）、株主提案の実施、ESGに係る総合的指針を踏まえた議決権の行使等、企業行動に影響を与える株主権を援用する
■ Norms-based screening 規範に基づくスクリーニング	・非政府組織（国連、ILO、OECD等）が採択した国際規範等に基づくビジネス慣行の最低基準等に照らして投資案件をスクリーニングする
■ Negative/exclusionary screening ネガティブ・スクリーニング	・投資不可とされる事業活動の有無等に照らし、特定のセクター、企業、国、その他の発行体をファンドやポートフォリオから除外する
■ Best-in-class/positive screening ポジティブ・スクリーニング	・同業他社と比較してESGパフォーマンスの優れたセクター、企業またはプロジェクトで、想定される格付水準を満たすものを選定して投資する
■ Sustainability themed/thematic investing テーマ投資	・持続可能性の実現に特に寄与し得るテーマやアセット（例：持続可能な農業、グリーン建築、低炭素に向けたポートフォリオ、ジェンダー平等、ダイバーシティ等）に投資する
■ Impact investing and community investing インパクト／コミュニティ投資	・社会／環境におけるプラスのインパクト創出に向けた投資（インパクト投資）、ならびに、恵まれない境遇に長く置かれている個人やコミュニティへ資本を振り向けるための投資（コミュニティ投資）

（備考）GSIA『Global Sustainable Investment Review 2020』より信金中央金庫 地域・中小企業研究所作成

（注）11. なお、図表6の原データには投資手法間で重複カウントがあるものとみられる。

図表6 サステナブル投資の投資手法別残高（グローバル／日本、2020年（度））



(備考) GSIA『Global Sustainable Investment Review 2020』より信金中央金庫 地域・中小企業研究所作成

建設的な対話等も展望した「エンゲージメント／株主行動」という、相対的にオーソドックスで安定感のある手法が選好される傾向も見えてとれる。

実務的にはESG格付け等を介在した判断が行われるとしても、そういった類型が選好されている事実からは、この2類型に関しては今後も伸びが期待できよう。

4. おわりに：「ESG投資」の課題

ここまで見てきたとおり、ESG投資は、比較的緩やかな定義の下でスタートしたこともあり、投資手法やアセットの裾野を広げつつ発展を遂げてきた。

日本においては、規模の拡大は英国や米国ほど顕著ではないが、近年の動きからは同様の傾向が見えてとれる。

そのような動きの中、理論や統計は実体的な商品開発等を後追いする形で形成され、個別案件の投資判断にあってはESG評価機関のESG格付等が“情報の非対称性”をある程度埋めてきたという側面が指摘できる。

ESG投資の今後の課題を展望する中でよく挙げられるのは、ESG格付等の透明性向上である。投資判断の精度向上、投資アプローチの洗練化、さらにはESG投資市場の健全な発展といった観点からも、ESG格付における評価手法の開示が期待される^(注12)。

(注)12. 「サステナブルファイナンス有識者会議」の報告書（2021年6月公表）には、「ESG評価は、まだ発展途上の分野であり、金融庁において、企業や投資家からの意見を踏まえつつ、持続可能な経済社会システムの実現に向けて、企業と投資家をつなぐESG評価・データ提供機関に期待される行動規範のあり方等について議論を進めることが期待される」との意見が記載されている。（<https://www.fsa.go.jp/news/r2/singi/20210618-2/01.pdf> 16ページ）

また、将来に向けては、地球温暖化や社会変容などがリスクと機会の両面でESG投資に影響を及ぼし、その過程では産業の姿をも変えていく可能性がある。産業界の移行支援

目的だけでなく、真に持続可能な社会の発展を見据えれば、トランジション・ファイナンス^(注13)等に係る市場の整備も欠かせない。

〈参考資料〉

- ・ PRI事務局『Principles for Responsible Investment』
<https://www.unpri.org/download?ac=10948>
- ・ PRI公表時の国連ウェブページ「Secretary-General Launches 'Principles for Responsible Investment」
<https://www.un.org/press/en/2006/sg2111.doc.htm>
- ・ PRI事務局ウェブページ「What is the PRI?」
<https://www.unpri.org/pri/about-the-pri>
- ・ The Global Compact『Who Cares Wins - Connecting Financial Markets to a Changing World』
<https://documents1.worldbank.org/curated/en/280911488968799581/pdf/113237-WP-WhoCaresWins-2004.pdf>
- ・ PRI署名機関一覧
<https://www.unpri.org/signatories/signatory-resources/signatory-directory>
- ・ GSIA『Global Sustainable Investment Review 2020』
<http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2021/08/GSIR-20201.pdf>
- ・ 『サステナブルファイナンス有識者会議 報告書』
<https://www.fsa.go.jp/news/r2/singi/20210618-2/01.pdf>

(注) 13. 気候変動への対策を検討している企業が、脱炭素社会の実現に向け温室効果ガス削減の取組み等を行っている場合に、その取組みを支援することを目的とした金融手法