

持続性が問われるESG投資

—求められる枠組みの簡素化と裾野拡大—

2020/4

三井物産戦略研究所
産業情報部 産業調査第一室
大西勝

Summary

- 社会的価値に重きを置くESG投資の概念は、金融業界で一様に受け入れられているわけではない。企業がESGに取り組むメリットやESGスコアと投資リターンとの関係が不明確で、ESGスコアの信用性の問題もあるなど、投資家としてそれにコミットするには困難な面もある。
- ESGに関わるさまざまな対応を求められる企業側にも「ESG疲れ」が見られる。その重要性から関心は高まる一方で、投資家と企業の双方において、その持続性が問われかねない状況にあるともいえる。
- ESGを理想論的な議論にとどめず、概念に持続性を持たせるためには、ESG投資の枠組みの簡素化と、投資家と企業の市場参入を促進するような仕組みが必要となる。

1. ESG投資の隆盛

1-1. ESG投資の概要

地球温暖化など環境への危機意識や児童労働問題など社会における課題の認識の高まりを受け、ここ数年、環境・社会・（企業）統治への企業の取り組みを、投資家が投資判断の材料に含める「ESG投資」に対する関心が高まっている。ただし、その考え方は必ずしも新しいものではなく、1920年代にはタバコ、アルコール、ギャンブルなどに関係する企業への投資を控える「倫理投資」として存在していた（図表1）。その後、1990年代に入り、CSR（Corporate Social Responsibility：企業の社会的責任）に基づくSRI（Socially Responsible Investment：社会的責任投資）が始まった。

図表1：ESGに関わる主な出来事

年代	出来事
1920年代	キリスト教系財団によるタバコ、アルコール、ギャンブルなどへの投資を避ける倫理投資の始まり
1990年代	企業の社会的責任（CSR）評価に基づく社会的責任投資（SRI）の始まり
2006年	国連による責任投資原則（PRI）の策定。議決権行使基準改定（Institutional Shareholder Services（ISS））
2014年	日本版スチュワードシップ・コード（SSC）採択
2015年	国連による持続可能な開発目標（SDGs）採択。コーポレートガバナンス・コード（CGC）採択（東京証券取引所）
2016年	金融安定理事会による気候変動関連財務情報開示タスクフォース（TCFD）設置（2017年に最終提言）
2017年	SSC改定。経産省による価値協創のための統合的開示・対話ガイダンス策定
2018年	投資家と企業の対話ガイドラインの確定（金融庁）。ISS議決権行使基準改定
2019年	SSC改定案の提示

出所：GSIAなどを基に三井物産戦略研究所作成

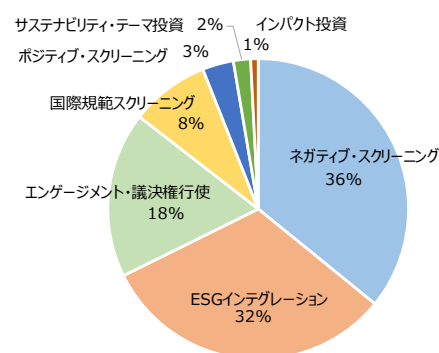
「ESG」への注目が高まったのは、2006年に国連がPRI（Principles of Responsible Investment：責任投資原則）6原則を策定し、その中でESG投資の重要性が言及されてからである。

サステナブルな投資の推進に取り組む国際組織GSIA（Global Sustainable Investment Alliance）では、ESG投資の種類を、①ネガティブ・スクリーニング、②ポジティブ・スクリーニング、③国際規範スクリーニング、④ESGインテグレーション、⑤サステナビリティ・テーマ投資、⑥インパクト投資、⑦エンゲージメント・議決権行使、の7つに分類している。資産残高が最も多いのは、上述の倫理投資を源流とする最も歴史の古い手法であるネガティブ・スクリーニングで、2018年時点で主要先進国・地域のESG投資残高の36%を占めている（図表2）。

図表2：ESG投資の種類と各種残高の構成比率（2018年）

投資手法	概要
ネガティブ・スクリーニング	倫理的でないとして定義される特定業種に属する企業をポートフォリオから除外する投資手法
ポジティブ・スクリーニング	ESGスコアの高い企業は中長期的に業績が高くなるという発想に基づきポートフォリオを構築する手法
国際規範スクリーニング	ESGの国際基準に照らし、基準をクリアしない企業をポートフォリオから除外する投資手法
ESGインテグレーション	投資先の選定プロセスにおいて、財務情報だけでなく、ESGなど非財務情報も含めて投資判断を行う手法
サステナビリティ・テーマ投資	ESGに関連する特定のテーマを選択しポートフォリオを構築する手法
インパクト投資	社会問題や環境問題の解決を目的に、関連した技術やサービスを提供する企業に対して行う投資手法
エンゲージメント・議決権行使	ESGの課題について、株主として議決権行使や企業との対話を通じて変革を促す投資手法

出所：Sustainable Japanなどを基に三井物産戦略研究所作成

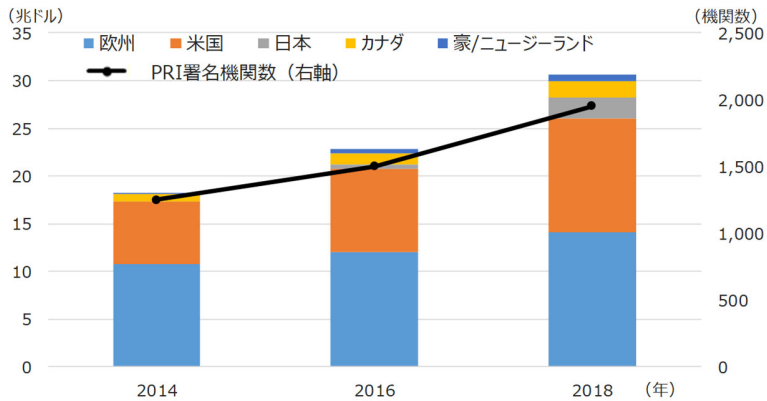


出所：GSIAを基に三井物産戦略研究所作成

1-2. 拡大するESG投資市場

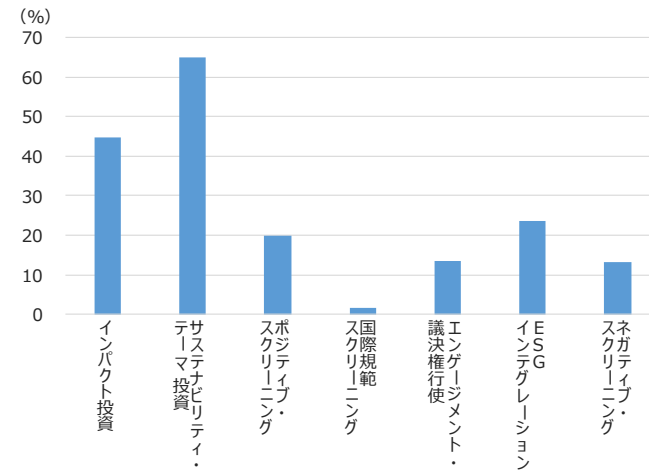
金融業界でもPRIに署名する資産運用会社や年金基金などのアセットオーナーが増加しており、それに伴いESGを投資先評価に組み入れる動きが活発化している。例えば、米金融大手JPモルガン傘下のアセット・マネジメント会社は、2019年に指数連動型運用を除く全資産を対象に、ESGの観点で踏まえた投資先評価を導入した。日本では、年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）が2017年に「MSCIジャパンESGセレクト・リーダーズ指数」など国内外の株式を対象とした5つの関連指数を採用し、合計1兆円規模の運用を開始している。これらによりESG投資の市場規模が拡大し、GSIAによると、主要先進国・地域のESG投資額は2014年から年平均14%で成長しており、2018年には30.7兆ドルとなった（図表3）。これは、同国・地域の投資総額の約3割を占める規模となる。また、市場規模はネガティブ・スクリーニングなどと比べ小さいが、インパクト投資やサステナビリティ・テーマ投資などの伸びが顕著となっている点も注目される（図表4）。

図表3：世界のESG投資額とPRI署名機関数の推移



出所：GSIAおよび国連を基に三井物産戦略研究所作成

図表4：ESG投資の種類別の年平均成長率（2014 - 2018年）



出所：GSIAを基に三井物産戦略研究所作成

2. ESG投資への期待と課題

2-1. 高まる市場拡大への期待

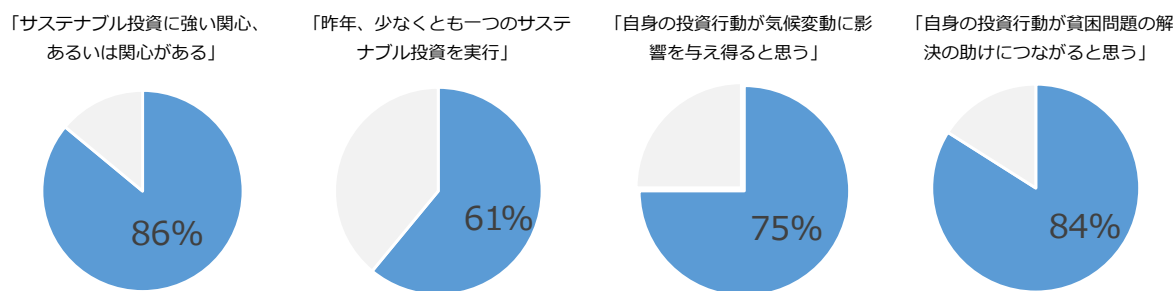
このような動きは今後も広がると思われる。金融業界から企業に対してESGへの取り組みを促す動きも顕著で、運用資産総額約7兆ドルの世界最大の資産運用会社である米ブラックロックは、世界的な気候変動が持続的な経済成長へのリスクとなる可能性に鑑み、ESGを軸にした運用を強化する方針を表明し、投資先企業が気候変動リスクに関する情報開示を怠った場合、株主としてその企業の決定に反対票を投じる姿勢を示した。また、2020年半ばまでに売り上げの25%以上を石炭から得ている会社への投資をやめることも表明した。

人々の関心が集まりやすい「E」（環境）の分野や、企業業績と密接に関わり得る「G」（企業統治）はもちろんのこと、「S」（社会）の分野でも企業への働きかけが見られ、例えば米金融大手ゴールドマン・サックスのデービッド・ソロモンCEOは、2020年1月の世界経済フォーラムの年次総会「ダボス会議」にお

いて、新規株式公開時に女性取締役が1人以上いない欧米の企業に対し、主幹事を引き受けない方針を表明した。同方針は7月1日から適用され、2021年からは最低2人の就任を求めるといふ。今後は、上場企業だけでなく、ベンチャー企業にも、上場前の段階からESG対応が求められていくことになる可能性がある。

このように金融業界がESG対応を進める背景の一つに、経済価値だけでなく、環境など社会的な価値も重視するといわれるミレニアル層の存在がある。今後10年で遺産相続などによる同層への富の移転は30兆ドルに上るとの試算もあり、保有資産の構成などで全世代の中に占める同層の割合が大幅に高まることが見込まれるため、金融業界もその志向を無視できない存在となっている。米金融大手モルガン・スタンレーの調査によると、米国では、ミレニアル世代の86%がESGと関連深いサステナブル投資に関心を示し（図表5）、サステナブルブランドの購入意欲は、彼らよりも年上の世代の平均の2倍であり、ESGに優れた企業への入社を希望するのは同3倍で90%が401KでESGに関連する金融商品を希望している。企業や金融業界は、これらの若年層のニーズに沿った対応をすることの重要性が、一層高まっている。

図表5：米国のミレニアル世代のサステナブル投資に関する意識調査（2019年）



注：調査対象は1,000人の米国のアクティブな個人投資家
出所：モルガン・スタンレーを基に三井物産戦略研究所作成

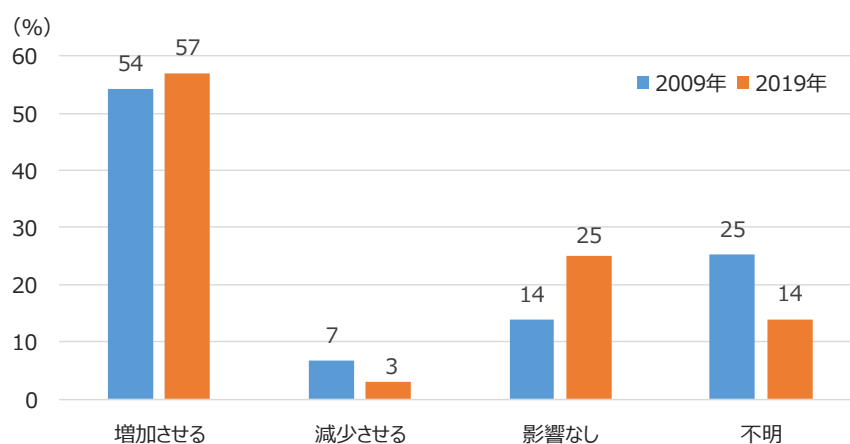
2-2. ESG投資の課題①：ESGに取り組む効果の不明確さ

注目度が高まるESGだが、投資家側は必ずしも一枚岩でそれに前向きに対応を進めているわけではない。米国の主要企業の経営者団体であり、金融業界の有力者であるJPモルガンのジェイミー・ダイモンCEOを委員長とするビジネス・ラウンドテーブルは2019年、近視眼的になりがちな「株主第一主義」を見直し、従業員や地域社会などステークホルダーの利益を尊重した事業運営に取り組むと宣言した。しかし、全米機関投資家評議会がそれに対して強い反対の意向を示すなど、業界を挙げてこのような考えを受け入れようという機運は高まっていないのが現実である。日本でもGPIFがESGスコアを基にした運用を始めたが、年金コンサルティング会社の米マーサーによると、企業年金でESG投資に向けた施策として策定されている日本版スチュワードシップ・コードを受け入れている割合は、2019年5月時点で全体の約0.13%にとどまっているという。

その要因として、機関投資家の一部には、企業のESGへの取り組みが、経済価値の創出とリンクしていないという認識があり、そのため、ESGに主眼を置いた投資スタイルが、必ずしも高いリターンを生んでいる

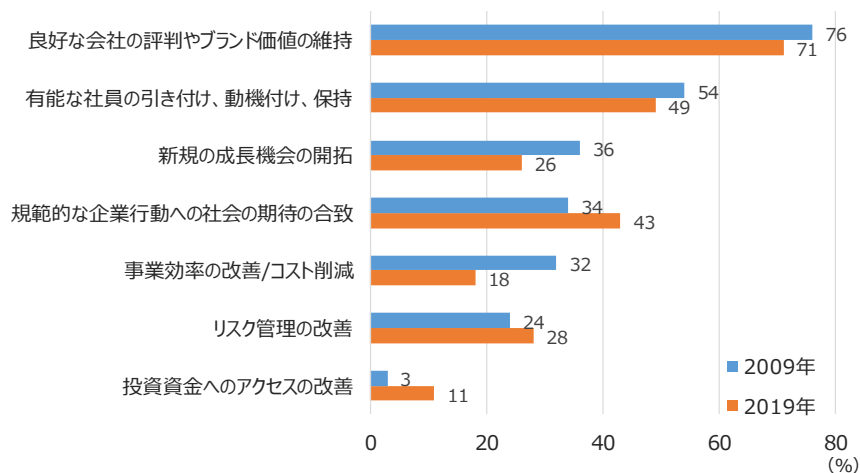
わけではないとみている点が挙げられよう。米大手コンサルティング会社のマッキンゼーが2009年と2019年に行った企業トップと投資家を対象としたESGに関する意識調査を比較すると、企業のESGへの取り組みが及ぼす株主価値への影響について、2009年時点で過半が「増加させる」と答えたものの、その割合は2019年でも3ポイントの増加にとどまっており、「影響なし」との回答が11ポイントも増加している（図表6）。また同調査によると、企業のESGへの取り組みが及ぼす影響として、「新規の成長機会の開拓」や「事業効率の改善/コスト削減」につながるとの認識が10年前に比べて大きく低下しており、営業収益への直接的な貢献という点では、期待が低下していることがうかがえる（図表7）。

図表6：「企業のESGへの取り組みが株主価値に及ぼす影響」に関する意識調査



注：調査対象は世界の主要な企業および機関投資家。対象数は2009年は238、2019年は558
出所：マッキンゼーを基に三井物産戦略研究所作成

図表7：「企業のESGへの取り組みは何に影響を及ぼすか？」への回答



注：調査対象は世界の主要な企業および機関投資家。対象数は2009年は238、2019年は558
出所：マッキンゼーを基に三井物産戦略研究所作成

ESGスコアと投資リターンに関してはこれまでにさまざまな調査分析がなされており、リターンの優位性の有無に関しても両論あるが、明確な答えがないのが現状である。PRIへの署名やスチュワードシップ・コードの受け入れなどにより、機関投資家にはESGへの配慮が求められるようになったが、受託者責

任としてリターンの追求が求められる以上、リターンが不明確であれば、ESG投資にコミットしにくいのも当然といえる。米国では2016年、企業年金を所管する労働省が、ESGの要素を投資方針や議決権行使の際に考慮することは、エリサ法（ERISA：Employee Retirement Income Security Act）上の受託者責任に違反するものではないとの解釈を示したが、2018年には同省が、ESGの要素は安易に取り扱うべきではないとし、受益者の経済的な利益が損なわれないよう慎重な判断を求めている。

また、機関投資家には、企業がESGへの取り組みを、本業の低迷などを正当化するための言い訳に使うことへの懸念もあるのではないかとと思われる。米国でのビジネス・ラウンドテーブルにおける株主第一主義の見直しに対する批判的なスタンスなども、その根源は同じであり、理想論的な議論とみられている面があることは否めない。ましてや日本企業の場合、米国企業と比べ、機関投資家から受ける短期主義的な圧力は限られているにもかかわらず、業績拡大や資本効率改善につながらない可能性のある取り組みに重点を置こうとすることに対して、投資家に違和感を持たれたとしても致し方ないであろう。

2-3. ESG投資の課題②：ESGスコアの信用性

投資先選定の指標となるESGスコアの信用性・正当性の問題も指摘されている。例えば、格付け機関によっては、米小売り最大手のウォルマートが流通チャンネルで使用した石化燃料の使用量は全てスコアに反映されるが、米ECのアマゾンが外注による配送の際に使用した石化燃料は同社のスコアに反映しないなど、業態によって評価基準が異なっているという問題がある。さらに、格付け機関によってスコアの判断基準がさまざまなため、同じ企業に対するスコアにもバラつきがあることもスコアの信用性に影響している。米MITの調査によると、ESG格付け機関5社による、823社をサンプルにしたESGスコアの相関係数の平均は0.61で、ムーディーズやS&Pなどの信用格付け機関同士の信用スコアの相関係数の平均が0.99であるのとは大きく異なっている（図表8）。

図表8：共通サンプル企業（n=823社）のESGスコアのESG格付け機関間の相関係数

格付け機関	ESGスコア全体					環境スコア					社会スコア					ガバナンススコア					
	A4	KL	RS	SA	VI	A4	KL	RS	SA	VI	A4	KL	RS	SA	VI	A4	KL	RS	SA	VI	
Asset4	-	0.42	0.64	0.67	0.71	-					-					-					
KLD	0.42	-	0.49	0.53	0.48		-					-					-				
RodecoSAM	0.64	0.49	-	0.68	0.71			-					-					-			
Sustainalytics	0.67	0.53	0.68	-	0.73				-					-					-		
Video-Eris	0.71	0.48	0.71	0.73	-					-					-						-

出所：MIT Sloan School of Management

ESGスコアの信用性の問題の一例としては、環境への影響が懸念されていた豪カーマイケル炭鉱の開発に対して、MSCIのESG格付けで最高位のAAAを得ている独シーメンスが、2019年12月に信号システムを供給する決定を下したことが挙げられる。これを受け、環境活動家などがシーメンスだけでなく、同社の大株主であるブラックロックにもその無策に対して強い非難を浴びせ、ブラックロックもシーメンスに遺憾の意を示す事態となった。

また、GAFANAなど大手IT企業のESGスコアが総じて高い傾向にあるが、その背景として、それらは企業体力

の大きさから、見栄えの良い報告書などを含め、ESGに関わる情報開示に費やす余力が大きいことが、スコアに反映されている面があるといわれる。しかし、それもESGの本質とは異なるものであろう。

そもそも、ESGなどの非財務情報は、定量的に示される財務情報とは異なり、外部機関が正確に捕捉するには難しさがある。ESGに取り組む企業も、それを基にした投資を行う資産運用会社も、何に（どの格付け機関に）依拠すれば良いのかが明確ではない。これらの課題を包含する従来のESG投資の概念や枠組みでは、投資家に、投資する意義のあるものとして見なされるには限界があろう。

環境問題に対する企業の取り組みが、うわべだけのものにとどまる「グリーンウォッシュ」という呼称は以前から存在していたが、最近ではそこから派生して、ESGと関係深いSDGsに関して「SDGsウォッシュ」という言葉でその傾向が指摘されることも増えている。実際、英調査会社のエシカル・コーポレーションによる世界1,000社超の企業を対象とした調査では、その7割以上が、自社がSDGsを事業戦略に組み入れていると回答したものの、既にSDGsと関連付けた明確な目標を設定し、それを各部署レベルでビジネスに落とし込んでいるのは全体のわずか13%であった。これらの問題から、表面上のESGスコアをもとにした投資行動が市場の株価形成をゆがめているとして、同スコアの高い企業を空売りするファンドも現れている。

現在、企業にはESGに関わる情報開示を含めたさまざまな取り組みが求められている。乱立気味の格付け機関への対応に加え、それらにも対応を求められる企業の「ESG疲れ」も現実になりつつあるなかで、企業のESGなどに関わる調査への対応が、財務諸表関連への対応と同様の熱量を持ち得るのかも、スコアの信用性に関わってくるものとなろう。足元ではESGファンドへの資金流入が続いており、ブームの様相を呈しているが、上述のような問題をはらんでいる状況が続くと、社会の持続可能性を問うているはずのESG投資そのものの持続性が問われかねない事態に陥ろう。

3. ESGに持続性を持たせるための取り組み

3-1. 包括的な展開の重要性

これらのさまざまな問題に対して現実的で有効な解を見いだすのは容易ではないが、重要性が高まるESGに持続性を持たせるためには、新たな考え方や取り組みが求められる。Global Reporting Initiative (GRI) スタANDARDなどをはじめとした非財務情報の開示に関する基準策定の動きはその一例ともいえるが、それが数多く存在していることで、かえって混乱が生じているのが現状といえる。それらを世界的にまとめるような取り組みが求められる。

また、基準作りが一部の利害関係者による一方的なものになっていないかという点への配慮も重要であろう。ESG投資の主体は投資家だが、その対象でありESGに対応するのは当然ながら企業であるため、開示基準の策定に関して企業の言い分を取り込むことも重要である。企業主体のアプローチとして、独化学会社のBASFなどが中心となり、ESG投資のための新しい会計基準の策定を目指すValue Balancing Alliance (VBA) なども注目される。これは、企業の活動が環境・人・社会に与える影響を金額換算し、企業間で比

較・分析できるようにする企業価値算出の手法とそれに基づく会計基準の確立を目指すもので、金額換算する例として、人材育成による人的資本形成への寄与や、雇用や納税による社会への貢献などが挙げられている。まだ日本企業を含め、参画を表明した企業は限られているが、これなどもESGスコアの問題に関わる不透明性を排除し得るものであろう。

これらを意義あるものにするために、企業、機関投資家、関連機関などには、それぞれ自身に優位な基準の策定のための主導権争いを越えた、包括的な取り組みが求められよう。

3-2. 新たな調達手法の可能性

ただし、ESGが抱えるさまざまな問題に対して、企業、機関投資家、公的機関など多くの関係者が関わっても、そもそも経済価値を追求する投資家も多い伝統的な株式や社債市場で、社会価値を同時に追求することの限界はあろう。

そうしたなかで、社会価値を重視した新たな資金調達の間として、グリーンボンド（上記のESG投資の種類では「サステナブル・テーマ投資」に含まれる）も、新たな受け皿としての今後が期待される。さらに、最近ではトランジションボンドという、より多くの企業がグリーン関連プロジェクトの資金調達を行える新たな仕組みの債券も出始めている。グリーンボンドの調達資金の使途が再生可能エネルギーといった明確な環境改善効果のあるプロジェクトに限定され、実質的に債券の発行可能な企業が限られるのに対し、トランジションボンドは、発行体が今よりグリーンになるための行動にコミットしているかどうかが目され、徐々にグリーン企業に移行（トランジション）すればよいという考えに基づいたものである。

3-3. ESGの持続可能性向上に向けた二つの要素

企業がESGに取り組むことの重要性は論を待たないものであり、それが投資家に受け入れられる外部環境は整いつつある。上記で挙げたような動きは、理想論を超えて、それを持続的なものにするための実践的な取り組みであり、現在抱える課題に対する全ての解ではないものの、その解決に向けての布石といえるものであろう。これらから考えられる帰結は、合理的で可能な限り簡便なESG投資の仕組みと、ESG投資への企業と投資家の市場参加の促進、という二点に集約できる。この二つは相互連関的なものであり、前者が後者へのきっかけとなり、後者が前者のさらなる推進役となるような好循環が生まれれば、ESG投資の持続可能性が高まることにつながろう。

当レポートに掲載されているあらゆる内容は無断転載・複製を禁じます。当レポートは信頼できると思われる情報ソースから入手した情報・データに基づき作成していますが、当社はその正確性、完全性、信頼性等を保証するものではありません。当レポートは執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社及び三井物産グループの統一した見解を示すものではありません。また、当レポートのご利用により、直接的あるいは間接的な不利益・損害が発生したとしても、当社及び三井物産グループは一切責任を負いません。レポートに掲載された内容は予告なしに変更することがあります。