

内閣府委嘱調査

「平成 27 年度資本市場における女性活躍状況の見える化と  
女性活躍情報を中心とした非財務情報の  
投資における活用状況に関する調査」

報告書

<概要版>

平成 28 年 3 月

日興リサーチセンター株式会社

## 1. 調査概要

本調査は、企業における女性の活躍に関する情報が、投資プロセスにおいてどのように評価され、活用されているかを明らかにするための調査を行うものである。一般に、女性の活躍に関する情報は、非財務情報とよばれる ESG (Environmental, Social, and Governance) 情報に含まれる。ESG 情報は、企業の長期的な価値創造に寄与すると考えられることから、近年は、長期的な投資リターンの向上を目指す機関投資家を中心に注目を集めている。従って、これらの投資家が、女性の活躍に関する情報を企業評価や議決権行使や企業との対話に活用している可能性がある。そこで本調査では、ESG 投資の概要を明らかにした上で、機関投資家を対象に、女性の活躍情報を中心とした非財務情報の投資における活用状況について調査を行う。本調査の構成を図表 1 に示す。

図表 1 本調査の構成

### 1. ESG 投資の概要に関する調査 (報告書の第 1 章)

#### ①調査目的

ESG 投資手法の類型化、調査対象国の市場規模、投資プロセスの特徴を調査することにより、ESG 投資の概要を明らかにする

#### ②調査項目、調査対象

- ・ 調査項目: 市場規模、歴史、投資家の種類、アプローチ (投資手法)、女性活躍情報の評価基準や活用状況
- ・ 調査対象: 日本及び ESG 投資が進んでいる諸外国 8 カ国 (英国、フランス、オランダ、ノルウェー、スウェーデン、米国、カナダ、オーストラリア)

#### ③調査手法

- ・ 文献及びインターネット調査

### 2. 女性の活躍情報を中心とした非財務情報の投資における活用状況に関する調査 (報告書の第 2 章)

#### ①調査目的

ESG 投資を積極的に行う機関投資家及び ESG 情報提供機関を対象に、女性の活躍情報を中心とした非財務情報の投資における活用状況を明らかにする

#### ②調査項目、調査対象

- ・ 機関投資家: 年金基金 3 基金 (オランダ公務員総合年金基金; ABP、スウェーデン国民年金第 4AP 基金; AP4、カリフォルニア州教職員退職年金基金; CalSTRS)、運用機関 6 社 (Standard Life Investments; SLI、AXA Investment Managers; AXA IM、Robeco Institutional Asset Management; RIAM、Pax World Management LLC; PAX、東京海上アセットマネジメント; TMAM、ニッセイアセットマネジメント; NAM) の計 9 社を対象に主に以下の内容を調査
  - ✓ 理念、体制、アプローチ (投資手法)、情報収集、議決権行使、エンゲージメント、女性活躍に関する会社としての取り組み、投資プロセスにおける女性活躍情報の活用状況
- ・ ESG 情報提供機関: FTSE Russell、MSCI、Sustainalytics の 3 社を対象に主に以下の内容を調査
  - ✓ 調査対象 (カバレッジ)、スコア・レーティング、評価方法、サービス概要、共同イニシアティブ、女性活躍に関する会社としての取り組み、評価における女性活躍情報の活用状況

#### ③調査手法

- ・ 訪問または電話会議によるヒアリング調査 (文献及びインターネット調査も補完的に実施)

## 2. ESG 投資の概要に関する調査

### (1) ESG 投資とは

本項では、①ESG 投資の動機と投資家、②ESG 投資のアプローチ(投資手法)、③ESG 投資の歴史概観の3点から ESG 投資の概要を整理した上で、④ESG 投資における「女性の活躍」の重要性の認識と広がりについて論じる。

#### ① ESG 投資の動機と投資家

倫理投資、社会的責任投資／インパクト投資、ESG 投資(責任投資)の3つに分類することができ、それぞれ、投資の動機や投資手法、その投資を行う代表的な投資家等の特徴がある(図表 2)。

図表 2 ESG 投資の動機と投資家

	投資の動機	投資手法	代表的な投資家
倫理投資	価値観の反映	・ 宗教上の罪悪、武器製造、動物実験に関連する企業への不投資	・ 宗教関係団体 ・ 大学基金(エンダウメント) ・ 慈善財団 ・ 個人投資家
社会的責任投資(SRI) インパクト投資	社会問題の解決	・ 社会的責任を果たす企業への投資(反社会的企業への不投資) ・ 環境、貧困・格差、人権問題などの課題解決と投資パフォーマンスを結び付ける	・ 社会問題の解決を考える投資家
ESG 投資(責任投資)	長期的な投資パフォーマンス追求	・ マテリアリティのある ESG 要因を分析して、投資プロセスに組み込む	・ 年金などの機関投資家

#### ② ESG 投資のアプローチ(投資手法)

投資家の試行錯誤によって草の根的に発展してきたため、様々なアプローチ(投資手法)があるが、現在は、主に以下に示す分類が採用されている(図表 3)。

図表 3 ESG 投資のアプローチ(投資手法)

①ネガティブ・スクリーニング: 特定の業種、特定のテーマに関連する業種や個別企業を投資対象から除外する
②国際規範によるスクリーニング: 国際的な規範(国連グローバルコンパクト、OECD など)に違反した企業を投資対象から除外する
③ポジティブ・スクリーニング／ベストインクラス: ESG において評価が高い業種や企業を選んで投資する
④ESG インテグレーション: 投資プロセスに ESG 要素を組み入れて投資判断(銘柄選択)を行う
⑤サステナビリティ・テーマ投資: ESG の特定のテーマを投資アイデアとする
⑥インパクト投資: 社会問題や環境問題の解決を目的とした投資
⑦エンゲージメント／株主行動: ESG の課題について議決権行使や株主提案、対話を通じて企業に働きかける

### ③ ESG 投資の歴史概観

ESG 投資の歴史は、1900 年代にまで遡ることができる。ESG 投資の嚆矢となった宗教上の倫理投資や社会運動が中心であった 1900～1980 年代をプレ社会的責任の時代とすれば、1990～2000 年代は、機関投資家が本格的に参入し始めたことから、社会的責任の時代と位置付けられる。2000 年以降は、ESG 要因が企業価値評価に考慮されるようになり、投資パフォーマンスに影響を及ぼすとの認識が広がったことから、RI(責任投資)の時代と呼ぶことができる(図表 4)。

図表 4 ESG 投資の歴史の変遷

#### 1900～1980 年代:プレ社会的責任の時代

- ・教会などが宗教上の理由から、タバコ、アルコール、ギャンブルなどを不投資とするネガティブ・スクリーニングが中心
- ・公民権運動が盛んになると、社会目的に沿った投資や株主提案などが社会運動の一環に
- ・反アパルトヘイトによる南アフリカに対する不投資運動

#### 1990～2000 年:社会的責任投資の時代(機関投資家の参入)

- ・企業の社会的責任(CSR)という考え方が広まり、社会的責任投資(SRI)が始まる
- ・年金基金などの機関投資家が SRI に取り組むにあたり、社会的な目的と投資リターンの双方を追求する観点から、CSR に優れた企業に投資するポジティブ・スクリーニング(ベストインクラス)が広まる
- ・年金基金の SRI 投資に受託者責任違反の問題はないとの見解を米国労働省が示し、英国でも年金法改正時に年金基金による SRI 投資に間接的な承認が与えられ、取り組み環境の整備が進捗

#### 2000 年～:RI(責任投資)の時代(企業価値への影響)

- ・2006 年に国連責任投資原則(PRI)が公表され、初めて ESG という言葉が用いられる。先立って、ESG 要因の考慮は受託者責任を果たすためにも必要として、受託者責任問題がないという法律見解が提示される
- ・ESG 要因に関する地球レベルのマクロ・テーマの台頭、環境テーマに着目するサステナビリティ・テーマ投資が注目される
- ・企業の不祥事を背景に OECD コーポレートガバナンス原則や欧米諸国でコーポレートガバナンス・コードが策定され、コーポレートガバナンスが投資において重視される
- ・機関投資家は企業に対する株主としてのモニタリングを行うことが期待される

### ④ ESG 投資における「女性の活躍」の重要性の認識と広がり

ESG 投資が発展し、投資において中心的な役割を果たすようになるなかで、女性の活躍についても、投資パフォーマンス向上の観点から ESG 投資において注目されるようになってきた。具体的には、以下に示すような女性リーダーを持つことのメリットが欧米を中心とした機関投資家において認識されている。

- 女性取締役は取締役会にダイバーシティをもたらし、取締役会の機能を改善する
- 男女の取締役候補者から人材を探す方が、広く適任を探せるという意味で合理的
- 女性をメインターゲットとするビジネスを展開している企業にとって、優れた経営判断を可能にする

このような認識が広まるにつれて、女性リーダーを増やす取り組みが世界中で行われるようになってきている。この取り組みは、主として、①コーポレートガバナンス・コードにおける要請、②クォータ制の導入、③女性活躍を推進するイニシアティブの3つに大別される(図表5)。①の取り組みは、いわゆるソフトローによる要請であるのに対して、②の取り組みは法規制によるものである。これらとは別に、機関投資家や企業を中心とする自主的な取り組みが③である。

図表5 女性リーダーを増やす取り組み

**①コーポレートガバナンス・コードにおける要請**

- ・コーポレートガバナンスを改善する中で、取締役会におけるジェンダー・ダイバーシティの必要性に言及(英国をはじめとする欧州各国、オーストラリアなど)
- ・女性取締役比率を20%といった最低ラインの目標を掲げるケースも(フランス)
- ・法規制ではなく、コードを遵守するか、遵守しない場合には説明すればよいことから、企業に裁量の余地を残す

**②クォータ制の導入**

- ・企業経営におけるジェンダーギャップを解消するために、強制的な介入が必要との考え方(法による規制)
- ・ノルウェーが世界で初めて導入。同国の上場企業は女性取締役比率40%が要求(2014年現在35.5%)
- ・欧州大陸国には追従する国もあり、フランスでは40%、ドイツでは30%を目標としている

**③女性活躍を推進するイニシアティブ**

- ・女性取締役比率の目標を30%とした、企業トップ及び機関投資家による自主的なイニシアティブ30%Clubが2010年に英国で発足。機関投資家ワーキンググループには27の機関投資家が参加し、その運用資産総額11兆ポンド(約2,000兆円)にのぼる。機関投資家は共同で女性取締役比率の増加を企業に求める他、議決権行使方針として、女性取締役比率が一定以上でない場合、CEOや取締役会議長の役員選任に反対する方針をもつ機関投資家もある
- ・30%Clubの取り組みは、機関投資家の共同エンゲージメントの成果に呼応して、香港(2013年設立)、米国、南アフリカ(同2014年)、オーストラリア、カナダ、アイルランド、イタリア、マレーシア、湾岸アラブ諸国(同2015年)など世界的に進展
- ・米国にはNPO団体Thirty Percent Coalitionという、企業トップ、機関投資家のほか、政府関係者、女性運動家など多様な立場の人々が参加し、上場企業の女性取締役比率30%を目指すグループもある

**(2)世界のESG投資の概要**

本項では、①諸外国及び日本におけるESG投資の状況、及び②ESG投資における女性活躍情報の評価基準や活用状況をまとめる。

**① 諸外国及び日本におけるESG投資の状況**

世界的にみると、ESG投資規模は21.4兆米ドル(約2,580兆円)と推計され、機関投資家の運用資産の30.2%を占めるとみられている。この背景には、PRI署名機関数が大幅に増えていることが挙げられる。地域別にみると、欧州の割合が63.7%と最も多く、30.8%を占める米国と合わせて、欧米で殆どを占める。また、アプローチ(投資手法)別にみると、ネガティブ・スクリーニング、ESGインテグレーションの投資残高が大きく、次いでエンゲージメント/株主行動、国際規範によるスクリーニングの順となっている。以下、調査対象9カ国のESG投資の資産規模(図表6)及びESG投資の概要を示す(図表7)。

図表 6 ESG 投資の資産規模 (兆円)

	英国	フランス	オランダ	ノルウェー	スウェーデン	米国	カナダ	オーストラリア	日本
資産規模	260	227	164	115	85.4	792	88.1	55.3	48.6

注 1: 海外の資産規模は、直近 (2013~2015 年の何れかの時点) の現地通貨ベースの値を 2015 年末の為替レートで円換算

注 2: データソースが異なるため、本文で言及した世界の ESG 投資規模と必ずしも整合しない点に注意

図表 7 ESG 投資の概要

#### 英国

- ・キリスト教的な倫理観から ESG 投資が始まり、現在は、直接的な規制よりも企業に情報開示を促す法制度と NGO による社会的監視の組み合わせが機能し、幅広い投資家に採用
- ・年金基金、運用機関など、積極的に ESG 投資に取り組む機関投資家が多い。また、ESG 情報提供機関、顧客の意向に基づきエンゲージメントを行う業者なども拠点を置く
- ・エンゲージメント/株主行動が多く採用されており、ESG インテグレーション、ネガティブ・スクリーニングが続く

#### フランス

- ・修道会の年金資金運用に始まる同国の ESG 投資は、大陸欧州で最大の資産規模をもつ。また、欧州で最も厳格な ESG 関連の法規制を持つ国でもあり、機関投資家に ESG 投資の方針策定を要求し、実践状況の報告を義務付ける
- ・公的年金基金が ESG 投資の主要な役割を担うほか、ESG 調査会社も活動
- ・労働組合の影響により国際規範によるスクリーニングが中心

#### オランダ

- ・環境問題に対する社会の意識が高く、1995 年に環境に配慮した投融资から得られる利子や配当を非課税として以降、ESG 投資の普及が推進され、2007 年のクラスター爆弾関連企業への投資報道をきっかけに、多くの基金が ESG 投資方針を策定、ESG 投資の資産規模が拡大した
- ・世界規模の年金基金を始め、運用機関や ESG 投資専門銀行のほか、主要な ESG 情報提供機関も存在
- ・クラスター爆弾製造及び制裁国関連企業への不投資など、ネガティブ・スクリーニングが支配的

#### ノルウェー

- ・ノルウェー政府年金基金グローバルが資産規模の大半を占めており、ESG 投資を先導。近年は、環境破壊が著しい企業に注目しており、除外対象に指定する例が目立つほか、環境への貢献に優れた企業に積極的に投資
- ・同年金基金の資産全てが、ネガティブ・スクリーニングと国際規範によるスクリーニング双方を同時採用

#### スウェーデン

- ・持続可能な社会戦略を国家戦略としており、ESG 課題の重要性が広く受け入れられていることから、経済規模と比較して ESG 投資の市場規模が大きい
- ・公的年金基金が ESG 投資を主導するほか、同国に本拠を置く北欧全域で活動する大手金融機関の多くが ESG 投資を採用
- ・同国が批准するオスロ条約などの国際条約に基づくネガティブ・スクリーニング、国際規範によるスクリーニングが最も広く採用されている

#### 米国

- ・教会団体によるネガティブ・スクリーニングや反アパルトヘイトに伴う不投資運動など、ESG 投資の歴史は古い。90 年代以降は、コーポレートガバナンスを中心に ESG インテグレーションへの取り組みが進展
- ・運用機関については、ミューチュアルファンドや年金基金が委託する私募ファンドが主な運用形態。資産保有者については、公的年金基金が支配的
- ・伝統的にネガティブ・スクリーニングが中心であったが、最近では、ESG インテグレーションの規模が最大

#### カナダ

- ・各州の公的年金基金を中心に発展してきた経緯があり、ESG 投資の投資残高の約 8 割を占めるが、最近で



は、富裕層や個人向けの投資信託にも ESG 投資が拡大

- ・ネガティブ・スクリーニングや国際規範によるスクリーニング、ESG エンゲージメント、エンゲージメント/株主行動が中心だが、最も残高が多いのはエンゲージメント/株主行動である

#### オーストラリア

- ・スーパーアニュエーション(退職年金基金)の発展と共に ESG 投資が拡大。同国の地球環境への関心は高く、地球温暖化問題が ESG の中でも注目されている
- ・確定拠出年金のスーパーアニュエーションには ESG 投資商品のラインナップが並ぶ他、スーパーファンドを提供する運用機関の多くが全社的に ESG インテグレーションを実施している

#### 日本

- ・近年は、日本版スチュワードシップ・コードの公表により、機関投資家の ESG 投資残高が拡大傾向にあるが、欧米と比較すると ESG 投資の資産規模は小さい
- ・エンゲージメント/株主行動に注力する機関投資家が多い
- ・エコファンドや社会貢献型債券など、個人中心の ESG 投資がみられるが資産規模は大きくない

## ② ESG 投資における女性活躍情報の評価基準及び活用状況

欧米の主要な機関投資家は、取締役会のダイバーシティは企業価値向上に結び付くと考えており、ジェンダー・ダイバーシティに注目している。このジェンダー・ダイバーシティは、各国のコーポレートガバナンス・コードや OECD コーポレートガバナンス原則に反映されているが、女性取締役比率の増加は緩やかなものとなっている。そこで、女性リーダーを増やすための取り組みとして、企業の自主的な努力を支援するアプローチが、英国、米国、カナダ、オーストラリアを中心に行われている様子がみてとれる(図表 8)。

図表 8 女性の活躍情報の評価基準や活用状況

#### 英国

- ・30%Club の考え方に賛同する投資家グループが、企業に対して女性取締役の登用を求めるなどの活動を実施
- ・2014 年には FTSE100 企業で最後まで女性取締役のいなかった企業での女性取締役の選任を実現するなど成果をあげている。共同エンゲージメントの成果に呼応して、30%Club が世界各国に進展
- ・デビス報告書において、取締役会のジェンダー・ダイバーシティが推奨された、2015 年末までに FTSE100 構成企業の女性取締役比率を 25%とする目標が達成されたため、2020 年に FTSE350 構成企業の女性取締役比率を 33%とする新たな目標を発表

#### フランス

- ・女性取締役比率について、2010 年に制定されたコーポレートガバナンス・コードでは 3 年以内に 20%、6 年以内に 40%とする目標を定めていたが、翌年にはクォータ制として法制化
- ・個別の運用機関についてみると、海外投資を行う際に男女間の不平等指数を用いるケースや、企業分析において取締役会のジェンダー・ダイバーシティを評価するケースがみられる
- ・公的年金基金の ERAFP が、2015 年の欧米市場の投資先企業について、2014 年末時点の女性取締役比率が 25%以下の企業に対して女性取締役比率を高めるように議決権行使。欧州最大の運用機関アムンディにおいても取締役会の多様性をもたらすよう議決権を行使

#### オランダ

- ・会社法改正(2011年)によりクォータ制が導入され、大手企業における執行役員・非執行役員の女性比率を 30%とすることが義務付け
- ・機関投資家は海外企業に対しても積極的にエンゲージメント/株主行動を通じて、取締役会のジェンダー・ダイバーシティを要求する他、海外市場のガバナンス・コードのジェンダー・ダイバーシティに関する改訂を支援
- ・オランダ国内の女性が活躍(女性取締役比率 25%以上)する非上場企業へ投資する運用機関がある

## ノルウェー

- ・他に先駆けて、2008年までに上場企業の女性取締役比率を40%以上とするクォータ制を2004年に導入
- ・主要企業における2014年時点の女性取締役比率は35.5%であり、欧州域内で1位となっている
- ・なお、クォータ制はノルウェー国内企業のみ適用されるため、ノルウェー国外の企業に投資するノルウェー政府年金基金グローバルの投資先企業はクォータ制の対象にはならないが、取締役会のジェンダー・ダイバーシティを求めるOECDのコポレート・ガバナンス原則を採用しており、エンゲージメント/株主行動を通じて、女性の取締役登用を要請

## スウェーデン

- ・2010年コポレートガバナンス・コード改正により、企業の取締役会における男女比を等しくすることを推奨
- ・同国のAPファンドが取締役会のダイバーシティを重視しているため、指名委員会の新規取締役選任において、女性の選任に注力しており、APファンドが指名委員を務めた国内企業における女性取締役比率の平均水準は高い

## 米国

- ・機関投資家は取締役会のジェンダー・ダイバーシティについて議決権行使やエンゲージメント、株主提案により企業に働きかけを実施
- ・女性取締役比率を高めるためのイニシアティブとして、Thirty Percent Coalition(30%連合)による取り組みがある。企業トップや機関投資家、政府関係者、女性関係NPOなどが参加し、共同エンゲージメントとしてS&P500構成企業に取締役会のジェンダー・ダイバーシティを求める連名のレターを出したり、株主提案を行う
- ・通常の財務的な視点に加えて、ジェンダー・ダイバーシティの重要性を投資判断に明示するアプローチ(ジェンダーレンズ)を採用するファンドが複数開発されている。具体的には、伝統的な財務分析に加えて従業員や消費者といった女性のステークホルダーに対する方針や女性を成長戦力として認識しているかといった視点(U.S. Trustによる“Women and Girls Equality Strategy”)、女性取締役が3人以上の会社に投資するファンド(Morgan Stanley Wealth Managementによる“Parity Portfolio”)、女性執行役員比率、女性CFO、女性CEO、女性エンパワーメント原則への署名を基準とするジェンダー・スコアを考慮したファンド(Pax Ellevest Managementによる“Pax Ellevest Global Women’s Index Fund”)などが挙げられる

## カナダ

- ・オンタリオ証券委員会は、証券法改正し、企業に女性活躍関連指標の開示を要請。企業は開示をするか、開示をしないのであれば、その理由を説明することを要求
- ・企業における女性取締役不足の克服を目指すイニシアティブについても企業主体の団体と機関投資家の団体があり、女性取締役候補のデータベースを作成したり、ジェンダー・ダイバーシティ方針および推進するプロセスを策定・公表を求めることにより女性取締役の登用を推進

## オーストラリア

- ・証券取引所を中心とする団体がコポレートガバナンス原則を策定する際に、ジェンダー・ダイバーシティに関する目標の設定と進捗の開示を要求
- ・連邦政府機関であるWorkplace Gender Equality Agencyが企業のジェンダー平等指数の開示を監督
- ・2015年にオーストラリア取締役協会が30%Club Australiaを設立し、2017年度末までに取締役会の女性比率を30%とする目標を掲げる
- ・スーパーアニュエーションの団体であるACSIはコポレートガバナンス・ガイドライン(第3版)においても、ジェンダー・ダイバーシティが取締役会に求められるダイバーシティの1つであると位置付け、2017年度末までに女性取締役比率を30%とする目標を提示し、エンゲージメントが無視される場合は取締役選任への反対も視野にいれるよう推奨

## 日本

- ・ESG投資に積極的な機関投資家では、約4割が女性活躍に関する評価基準を設けている(15機関中6機関)
- ・評価基準の内訳についてみると、採用の多い順に、女性従業員比率、管理職比率、取締役比率・人数を採用する機関が4機関、女性経営管理職・執行役員比率・人数が3機関と続いた
- ・企業における女性活躍情報に着目するような、女性をテーマとする個人向けの公募投信がいくつかみられる



### 3. 女性の活躍情報を中心とした非財務情報の投資における活用状況に関する調査

#### (1) ESG 投資(責任投資)における非財務情報の活用状況

機関投資家を対象に、女性の活躍情報を中心とした非財務情報の投資における活用状況について調査を行う。その際、機関投資家が女性の活躍情報を活用する上で、外部の調査機関を通じて情報収集を行う可能性があることから、ESG 情報提供機関も調査対象とする。

#### ① 機関投資家

機関投資家を対象とした調査の結果、①ESG 投資(責任投資)のアプローチ(投資手法)は ESG インテグレーションが中心であること、②議決権行使やエンゲージメントにおいてはガバナンスの問題が最優先課題であること、③投資パフォーマンスを向上させるために ESG 情報を積極的に活用していることが明らかとなった(図表 9)。

図表 9 ESG 投資(責任投資)の状況(機関投資家:年金基金、運用機関)

主要な知見およびその詳細

#### ①ESG 投資(責任投資)のアプローチ(投資手法)は ESG インテグレーションが中心

- ・ 今回の調査対象となった全ての機関投資家が ESG インテグレーションを採用
- ・ 全ての年金基金と日本の TMAM 以外の運用機関がネガティブ・スクリーニングを採用
- ・ 全ての年金基金と SLI、NAM 以外の運用機関がサステナビリティ・テーマ投資を採用
- ・ 3 社がポジティブ・スクリーニング/ベストインクラスを採用 (AP4、SLI、AXA IM)
- ・ 3 社がインパクト投資を採用 (CalSTRS、AXA IM、RIAM)

#### ②議決権行使やエンゲージメントにおいてはガバナンスの問題が最優先課題

- ・ 全ての機関投資家が、取締役会の機能および監査機能が適切に働くかどうかを重要視しており、選任プロセスや報酬設計が主なテーマとして注目
- ・ 機関投資家の標準的な認識として、投資先企業のガバナンス体制を強化することにより、中長期的な投資リターン向上を図る狙い

#### ③投資パフォーマンスを向上させるために ESG 情報を積極的に活用

- ・ 全ての機関投資家が自社内に ESG 調査の専任者を配置しているほか、外部の ESG 情報提供機関の情報を活用
- ・ 全ての機関投資家は、企業との対話を行っており、ESG 情報提供機関から十分な情報が得られない場合は、対話の中で投資先の状況を確認

#### ② ESG 情報提供機関

ESG 情報提供機関を対象とした調査の結果、①ESG 情報提供機関は主要な株式指数構成銘柄を評価対象としていること、②ESG 評価項目は広範な項目が調査対象であること、③ESG 評価スコアの算出プロセスは ESG 情報提供機関で共通していることが明らかとなった(図表 10)。

図表 10 ESG 投資(責任投資)の状況(ESG 情報提供機関)

主要な知見およびその詳細

**① ESG 情報提供機関は主要な株式指数構成銘柄を評価対象**

- ・世界全体では 2,000~5,700 銘柄(うち日本企業は 300~530 銘柄)が評価対象
- ・機関投資家の投資候補銘柄を網羅するような調査対象(カバレッジ)

**② ESG 評価項目は広範な項目が調査対象**

- ・環境、社会は、各社共通して国際的な問題がテーマ(例、環境:気候変動リスク、社会:人権問題)
- ・ガバナンスは、取締役会・監査関連の問題、贈収賄、会計、租税などに関連する問題が評価対象

**③ ESG 評価スコアの算出プロセスは ESG 情報提供機関で共通**

- ・環境、社会の問題は、リスクの程度を抽出した後、ESG の問題に対する企業の取り組み状況を評価
- ・ガバナンスの評価は、全企業共通の項目をもとに評価
- ・ESG 評価の際には、企業が開示する情報のみ利用

(2) ESG 投資(責任投資)における女性の活躍情報の活用状況

次に、女性の活躍情報を中心とした非財務情報の投資における活用状況について調査を行う。調査対象機関は、機関投資家と ESG 情報提供機関である。

① 機関投資家

機関投資家を対象とした調査の結果、①女性の活躍情報は ESG インテグレーションにおいては社会およびガバナンスの中で考慮されること、②女性の活躍情報は議決権行使やエンゲージメントにおいて重要なテーマとなっていること、③女性の活躍情報を投資基準として考慮するような女性性をテーマとするファンドが運用されていることが明らかとなった(図表 11)。

図表 11 女性の活躍情報の活用状況(機関投資家:年金基金、運用機関)

主要な知見およびその詳細

**① 女性の活躍情報は ESG インテグレーションにおいては社会およびガバナンスの中で考慮**

- ・全ての機関投資家が、取締役構成のダイバーシティの観点から、女性取締役の登用に関する指標をガバナンスに関する KPI として採用
- ・この理由として、企業の意思決定機関である取締役会に幅広い視点をもたらし、画一的な意思決定(group think)を避けることため(SLI)とする機関があった
- ・また、日本企業の取締役会の独立性が低い点について、少なくとも 1、2 名の女性取締役を登用すべきとの意見(ABP)もみられた
- ・社会の項目に該当する指標として、企業組織全体のダイバーシティ(例:経営陣における女性登用、女性管理職比率、女性従業員比率)に関する指標が重視されている(SLI、AXA IM)ほか、ワーク・ライフ・バランス(SLI、AXA IM、PAX、TMAM、NAM)や、男女間の賃金格差(SLI、PAX)を考慮している機関もある。いずれも、将来の幹部候補として女性リーダーを育成する観点や、女性リーダーの候補者を増やす観点から考慮
- ・欧州企業について、女性取締役比率が高いにもかかわらず、経営陣や中間管理職における女性比率が低い場合がある点を問題視(AXA IM)している投資家もいる

**② 女性の活躍情報は議決権行使やエンゲージメントにおいて重要なテーマ**

- ・海外機関投資家がエンゲージメントを中心に積極的に取り組み、共同イニシアティブへの展開もみられる
- ・議決権行使における活用状況:議決権行使する際に、企業の取締役会および指名委員会におけるダイバー

シティの取り組み及び取り組み内容の開示を考慮(CalSTRS)、各国の女性取締役比率の平均に鑑み、一定の基準を満たさない企業への議決権行使保留もしくは反対姿勢の明示(PAX)、取締役のダイバーシティ推進を要請する株主提案(CalSTRS)、ダイバーシティへの取り組みの明文化や取り組み内容に関する情報開示要請(PAX)等

- ・エンゲージメントにおける活用状況:全ての年金基金および機関投資家3社(SLI, RIAM, PAX)が、女性取締役の登用に向けて取り組んでいるほか、女性取締役比率だけではなく、自社の顧客属性や事業戦略を踏まえて、管理職や従業員における女性比率が適正かどうか検討を促す(ABP)等
- ・企業との対話を継続しても状況が改善しない場合は、公式声明を出してエンゲージメント内容を公開(SLI)、成功事例としてエンゲージメントの経緯を自社のホームページに公表する(CalSTRS)投資家もいる
- ・共同イニシアティブ:30%Club(SLI, AXA IM)、Thirty Percent Coalition(CalSTRS, PAX)、Diverse Director Source の取り組み(CalSTRS)、米国証券取引委員会に取締役候補者の属性に関する情報開示の規制の要請(CalSTRS)

### ③女性の活躍情報を投資基準として考慮するような女性をテーマとするファンドの運用

- ・運用機関3社が女性をテーマとするファンドを運用(RIAM, PAX, NAM)
- ・各ファンドのテーマは、ジェンダー・ダイバーシティと男女の平等(RIAM)、女性のリーダーシップ(PAX)、女性の活躍推進に関する取り組み(NAM)
- ・女性テーマに関するRIAMの評価項目は、①上級管理職、中間管理職、一般従業員の多様性、②取締役の指名プロセスの多様性、③女性人材の留保、④男女従業員の報酬の平等、⑤従業員の健康、安全、満足度へのアプローチ
- ・PAXの評価項目は、①取締役会に占める女性比率、②エグゼクティブマネジメントにおける女性比率、③女性CEOの有無、④女性CFOの有無、⑤女性のエンパワーメント原則への署名の有無
- ・NAMの評価項目は、①女性取締役や女性管理職といった女性のリーダーシップ、②企業におけるワーク・ライフ・バランスの取り組み、③「女性の活躍促進」により消費拡大が見込まれる商品やサービス
- ・投資対象は、株式時価総額が10億ドル(約1,205億円)以上のグローバル株式のうち、武器製造、タバコ、アルコール、ギャンブル、風俗、児童労働に関わる企業を除外したもの(RIAM)、MSCI World Index 構成銘柄のうち、一定のESG基準をみたまもの(PAX)、日本株式(NAM)
- ・グローバル株式ファンドのうち、日本企業の組み入れは、それぞれ、3社(RIAM)、0社(PAX)

## ② ESG 情報提供機関

ESG 情報提供機関を対象とした調査の結果、①取締役構成のダイバーシティは各社共通してガバナンスの重要な指標と位置付けられていること、②社会における女性の活躍情報の位置付けは各社で異なることが明らかとなった(図表12)。

図表12 女性の活躍情報の活用状況(機関投資家:ESG 情報提供機関)

主要な知見およびその詳細

### ①取締役構成のダイバーシティは各社共通してガバナンスの重要な指標と位置付け

- ・各社共通して女性取締役の人数に注目するが、ガバナンスの状況は各国で異なるため評価方法は様々
- ・具体的には、女性取締役の人数は、国別に相対評価(FTSE Russell)、国ごとの違いは考慮せずに絶対評価(Sustainalytics)、人数ではなく有無を評価(MSCI)等、三者三様の考え方
- ・日本企業の女性取締役の人数を評価する際に、執行役員は含むが監査役は含まない(FTSE Russell)、監査役を含む(Sustainalytics)、監査役および執行役員は含まない(MSCI)等、数え方も様々

### ②社会における女性の活躍情報の位置付けは各社で異なる

- ・女性の活躍情報の位置付けは、差別の禁止および労働のダイバーシティ(FTSE Russell)、ダイバーシティの取り組み(Sustainalytics)、人材開発(MSCI)等、各社で異なる
- ・評価項目も様々であり、機会均等や差別の禁止に関する方針や取り組み内容(FTSE Russell)、ダイバーシティに関する経営者の責任や具体的な目標および方針(Sustainalytics)、リーダーシップ・プログラム、人材の流出状況、業種ごとに要求される知的水準の程度(MSCI)

### ③ 日本企業の情報開示

日本企業の情報開示に対する見解を調査した結果、ESG 情報全般に関する開示については、英語による情報開示が劣ること、環境に比べて社会やガバナンスの開示が遅れていることなどが主に指摘される一方、女性の活躍情報に関する開示については、情報開示自体が不十分であること、英語による情報開示が課題であること、取り組みの成果などの定量的な情報開示が不足していることが指摘されている(図表 13)。

図表 13 日本企業の情報開示に対する調査対象機関の見解

主要な知見およびその詳細

#### ① ESG 情報全般に関する開示

(英語に関連する指摘)

- ・ガバナンスの情報開示が劣っている、表面的な開示ではなく意味のある開示を望む(ABP)
- ・英語による開示が少なく、英語で開示されていても宣伝の要素が強いため企業への理解が深まらない(ABP)
- ・中小型企業では殆ど行われていないため、議決権行使のための開示資料を読むことができない(CalSTRS)
- ・IR 部門のスタッフが ESG 問題をよく理解し、自社の取り組み状況を海外の投資家とオープンに議論できることが望まれる(AXA IM)
- ・英語による開示が少ないことで、評価が下がる可能性がある(MSCI)

(開示内容に関連する指摘)

- ・環境や職場における取り組みの開示はよいが、ガバナンスや人権に関する開示は遅れている(PAX)
- ・海外企業の開示水準には達しておらず、とりわけ非財務情報に関する定量データの開示が十分でない(NAM)
- ・ESG の取り組みが複数のレポートにわたって開示されているため、1 つにまとめるなどの改善の余地がある(NAM)
- ・全体的に情報開示が弱く、例えば、企業の経営戦略と直接関係のない寄付(フィランソロピー)などの開示はあっても、業務に直結するような環境保全や社会への配慮に繋がるような開示が少ない(FTSE Russell)
- ・グローバルに展開する企業であっても、日本国内の課題に対する取り組みのみを開示する傾向があり、例えば、人権問題についていえば、パワハラの問題に焦点が当てられる一方、児童労働や強制労働への取り組みの開示は軽視されている(FTSE Russell)
- ・欧米企業と比較して、環境は詳細かつ包括的な情報が開示される一方、社会とガバナンスは限定的な開示に止まる(Sustainalytics)
- ・社会における、海外での操業を含む自社およびサプライチェーンの労働条件や人権に関する開示が遅れているほか、ガバナンスにおける、取締役会のダイバーシティ、取締役会議長と CEO の分離、取締役会の独立性が遅れている(Sustainalytics)

(その他の指摘)

- ・投資家向けの情報開示ではなく、社内教育や消費者とのコミュニケーション・ツールとして位置付けられている印象(FTSE Russell)
- ・同業他社の書きぶり、報告書の雛形、ガイドラインの開示方法などを参考にしているため、企業ごとに違いがみられない(MSCI)

#### ② 女性の活躍情報に関する開示

(開示不足に関連する指摘)

- ・女性取締役に関する情報の入手は容易であるが、女性従業員や女性管理職比率の入手は難しいため、ガイドラインを示す等の開示を奨励する取り組みには賛成(ABP)
- ・開示レベルは改善しているものの、英語による開示を行うなどの改善の余地がある(AP4)
- ・女性活躍への取り組みがまだ十分に進んでいないため、情報開示が不足(TMAM)
- ・ジェンダーを含む、従業員の機会均等に関する取り組みおよびその開示は、先進国の上場企業と比較して進んでいるものの、方針の開示が少ない(FTSE Russell)
- ・ホームページや CSR 報告書に開示される情報は様々であり、提示される指標が企業によって異なるほか、取り組みの効果が明記されていない(NAM)



- 
- ・ダイバーシティの取り組みの成果に関する定量的な情報開示が不十分であるほか(例えば、女性管理職比率や従業員の昇進における平均的な期間、賃金差別、女性の労働参加の改善に関する項目など)、パートタイマーなど低所得者層が出産を機に退職するといった日本固有の問題について、投資家が理解できるように情報開示を促進すべき(Sustainalytics)

(開示内容の工夫に関する指摘)

- ・女性活躍の取り組みがどのように企業価値に結びつくのか、具体的なストーリーを投資家と共有することが重要(TMAM)

(その他の指摘)

- ・日本企業における女性の登用状況に関する問い合わせが増えており、欧州の機関投資家からの関心が高い(MSCI)
- 

## 4. 本調査結果の示唆

本調査では、企業における女性の活躍に関する情報が、投資プロセスや株主行動において、どのように評価され、活用されているかを明らかにするために、2つの観点から調査を行った。第一に、日本及び ESG 投資が進んでいる諸外国を対象に、ESG 投資の実施状況を調査した。第二に、ESG 投資に積極的に取り組んでいる機関投資家や ESG 情報提供機関を対象に、ESG 投資の現状や女性活躍情報を中心とした非財務情報に係る評価基準等について調査を行った。

調査の結果、ESG 投資の手法は、世界的にみるとネガティブ・スクリーニング及び ESG インテグレーションが主要なアプローチであることが明らかとなった。個社別の事例をみると、全ての機関投資家が、ESG インテグレーションを採用していたほか、日本の運用機関1社を除く全ての機関投資家がネガティブ・スクリーニングを採用していることが確かめられた。ESG の要因別にみると、機関投資家は、ガバナンスの要因を重視するケースが目立っており、企業の長期的な価値創造において重要な要素と考えられている様子が見えてくる。

次に、各国の ESG 投資における女性の活躍情報の活用状況についてみると、各国の機関投資家は、意思決定機関におけるダイバーシティの推進は取締役会の機能をよりよいものとし、企業経営や投資パフォーマンスにプラスの影響を与えるとの認識から、コーポレート・ガバナンスにおける取締役会のジェンダー・ダイバーシティに注目していることが明らかとなった。個社の事例をみても、機関投資家および ESG 情報提供機関の何れも、ガバナンスにおける重要な指標として、ダイバーシティを指摘しているほか、社会の観点からも、企業が将来のダイバーシティ達成のために、女性リーダーの育成や女性リーダー候補者の拡大に向けた取り組みを重視しており、女性従業員比率や女性管理職比率に注目していることが明らかとなった。世界的にみると、女性リーダーを増やす取り組みとして、①コーポレートガバナンス・コードにおける要請、②クォータ制の導入、③女性活躍を推進するイニシアティブの3つによる取り組みが行われているが、個社の事例についてみると、上記③の取り組みとして、30%Club や Thirty Percent Coalition を通じて、女性取締役が登用されるなどの成果を上げている。自主的なイニシアティブによる女性取締役の登用の推進は、特にクォータ制によらず企業の自主的な取り組みを重視している国で積極的に行われ、世界各国に波及している。



---

このほか、女性の活躍情報を投資基準として考慮するような、女性をテーマとするファンドが運用されていることが明らかとなった。しかし現状では、日本企業における女性の活躍が世界的に見て進んでいる企業が少なくことや情報開示が少ないことにより、日本株式に限定しているファンドを除き、こうしたファンドの投資対象として組み込まれている日本企業はほとんどない。また、日本企業の女性の活躍に関する情報開示について、機関投資家や ESG 情報提供機関は、情報開示自体が不十分であること、英語による情報開示が課題であること、取り組みの成果などの定量的な情報開示が不足していることを指摘している。

本調査の結果は、女性の活躍推進に取り組むわが国企業に対して、次のような示唆を与える。

第一に、機関投資家は、意思決定機関におけるダイバーシティが重要であると考えており、ESG インテグレーションで考慮する項目の一部として女性の活躍に関する指標を採用していたり、議決権行使やエンゲージメントにおいて取締役のジェンダー・ダイバーシティを要請するなど、なんらかの形で女性の活躍状況を確認し、推進するような行動をとっていると考えられるべきである。したがって、企業は機関投資家が投資判断を行えるように、ジェンダー・ダイバーシティの取り組み状況を開示することが重要である。また、将来のダイバーシティ達成に向けた取り組み状況として中間管理職や従業員におけるダイバーシティの状況、女性を育成するための取り組み等についても考慮している機関投資家もあることから、これらについても積極的に情報開示することが求められる。

第二に、機関投資家は投資パフォーマンス向上の観点から、取締役構成のダイバーシティが重要であることを強調しており、女性の活躍情報に関して非常に高い関心を示している。従って、企業は、投資家の理解を得るために、女性の活躍が企業価値向上とどのように関係があるのかストーリーをもって説明するとともに、どのように取り組んでいるかについて、目標設定や進捗状況を数値化するなどして、説得的に示す必要があると考えられる。

第三に、機関投資家は、投資先企業に関して自ら情報収集を行う以外に、ESG 情報提供機関を通じた情報収集を行っている。海外の機関投資家をはじめ、ESG 情報提供機関に対する訴求力をもつ英語による情報開示が課題である。

投資家が必要とする、また期待する情報開示を行うことで、企業価値を向上させるような女性活躍の取り組みを行っていることが評価される場合には、今まで以上に投資を呼び込める可能性が高まると期待される。

本報告書は、内閣府からの委嘱により、日興リサーチセンターが作成したものです。本報告書は、信頼性の高いデータから作成されておりますが、日興リサーチセンターはデータの正確性・確実性に関し、いかなる保証をするものではありません。