

第1章 ESG 投資の概要に関する調査

1.1 ESG 投資とは

1.1.1 ESG 投資の定義

ESG 投資とは、環境(E)、社会(S)、コーポレート・ガバナンス(G)の要素を投資判断に組み入れている投資をいう。ESG の要素とは様々なものがあるが、一般的には財務情報以外全般を指していると考えてよい。

図表 1-1 ESG テーマの例



*CSV (Creating Shared Value)は、企業価値(利益)創造を通じて社会的価値も生み出すこと。

1.1.2 ESG 投資の動機と投資家

(1) 倫理投資

米国において最初の ESG 投資による公募投信の創設者は、人々が自らの価値観を反映させた投資を実践できるようにしたいと考えた。宗教関係の団体や大学基金(エンダウメント⁴)、慈善財団、そして個人投資家の中には、こうした自らの価値観を投資方針に反映させる投資家が存在する。例えば、アルコール、タバコ、ギャンブルなどいわゆる宗教上の罪悪に関連する企業には投資しない、平和主義から武器を製造する企業には投資しない、動物愛護の観点から動物実験を行う企業には投資しないなどの投資方針を持っている。このような投資を倫理投資 (Ethical Investment) と呼ぶ。ESG 投資は、こういった倫理投資からスタートした。現在においても一定の割合で、自らの価値観に照らした投資制約や投資条件を持つ投資家が存在し、ESG 投資家の一部を占めている。

⁴ 寄付金によって設立された基金、運用収益が主に奨学金や研究助成などに支出される。

(2) 社会的責任投資(SRI)とインパクト投資

社会的責任投資(Social Responsible Investment, SRI)は、投資を通じて社会問題の解決を目指す。企業の社会的責任(Corporate Social Responsibility, CSR)が認識されるようになると、社会的責任を果たす企業に投資し、反社会的な企業には投資しないことで、投資によって社会問題の解決を考える投資家が現れた。彼らは、より良い社会に貢献する企業に投資し、社会問題を悪化させる企業には投資しない。他の投資家が同様に選別を進めていけば、CSRに優れた企業が多く、資金を集め繁栄し、悪い企業は資金を引き上げられ淘汰されていくことになるため、社会的責任投資家は長期的には投資パフォーマンスも報われるとの考えに基づいている。

グローバル化の時代、企業の活動がグローバル化しその影響も地球規模となり、気候変動や水資源などの環境問題、貧困・格差問題や人権問題など国際社会が共有する課題も、SRIの対象となる。さらに、近年、課題解決と投資のパフォーマンスを結び付けて考える投資も登場した。投資によって社会へ貢献するとともに、投資自体のリターンも追求するもので、インパクト投資と呼ばれている。このように SRI やインパクト投資の ESG 投資家は、投資リターンも追及しながら、社会的なメリットも同時に社会に還元しようと考えている。

(3) ESG 投資(責任投資)

年金基金など機関投資家は、受託者責任を負っており、もっぱら投資パフォーマンスを追求することを求められている投資家であるが、こういった受託者責任のある投資家においても、投資判断に ESG 要因を考慮しておく必要があると考える投資家が増えている。例えば株式投資であれば、気候変動問題に関わる環境規制やサプライチェーンを展開する途上国での人権問題などの ESG 要因は、個々の企業にとっても外部環境の変化を通じてそのビジネスに影響を及ぼすと考えられる。従って、とりわけ長期的な投資パフォーマンスを吟味するときには企業の財務要因の分析に加えて ESG 要因の分析が欠かせないのである。ESG 要因のマテリアリティとは、長期的に企業価値に関係することを意味する。特に年金基金など機関投資家は、マテリアリティのある ESG 要因を無視するようでは、もはや投資パフォーマンスを最大化できず、受託者責任を果たせないと考えられている。こういった ESG 要因の考慮を投資プロセスに組み入れている投資は、ESG 投資あるいは責任投資(Responsible Investment, RI)と呼ばれている。

1.1.3 ESG 投資のアプローチ(投資手法)

ESG 投資は、実践しようとする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)があり、今なお、新しい投資手法が考案されている。そのため、すべてを把

握するのは容易ではないが、ここでは Global Sustainability Investment Alliance(以下、GSIA)⁵が集計のために使っている7つのカテゴリーによる分類を採用する。

図表 1-2 ESG 投資のアプローチ

アプローチ	内容
ネガティブ・スクリーニング	特定の業種(タバコ産業など)、ある特定のテーマ(動物実験など)に関連する企業群、あるいは個別企業を投資対象から除外する。
国際規範によるスクリーニング	ネガティブ・スクリーニングと同様に、国際的な規範(国連グローバルコンパクト10原則、OECD 多国籍企業行動指針など)に違反した企業を投資対象から除外する。
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。例えば各業種内の企業を ESG 基準でスコアを付与し、スコアの高い企業だけで(上位 50%など)ポートフォリオを構築する。ESG 基準のスコアと財務基準のスコアを組み合わせることもみられる。
ESG 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(銘柄を選択)をする。国連責任投資原則(PRI)の第1原則に謳われている。運用機関は、ESG に関するリスクと投資機会を分析し、その結果を伝統的な財務分析や定量分析による投資判断に、体系的に組み入れている。
サステナビリティ・テーマ投資	ESG の特定のテーマ(気候変動、エネルギー効率性、森林、水資源など)を投資アイディアとするファンド。テーマは様々であり、投資家の動機も様々である。特定のテーマからサステナブルな企業を発掘するという考え方や、外部環境の大きな変化を経験する業種にイノベーションが起きることから投資機会があるという考え方などがある。
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。社会問題では、低所得者向けの住宅、医療、金融、教育などの供給を目的とした投資でマイクロファイナンスやコミュニティ開発金融など。環境関連プロジェクトでは、再生可能エネルギー供給や上下水道、持続可能な農業などへの投資がある。
エンゲージメント／株主行動	株主行動に ESG の課題を組み入れる。ESG の課題について議決権行使や株主提案、エンゲージメント(対話)を通じて企業に働きかける。

倫理投資や社会的責任投資では、投資基準に照らし合わせて不適切と思われるセクターや個別企業を投資対象から除外するネガティブ・スクリーニングや国際規範⁶によるスクリーニングが中

⁵ 各国、地域の ESG 投資 NPO5 団体(RIA Canada, Eurosif, US SIF, RIAA(豪NZ)、ASrIA(アジア))のグローバル連合。それぞれの ESG 投資関連データを合わせて 2013 年、2015 年に Global Sustainable Investment Review を出している。
(<http://www.gsi-alliance.org/>)

⁶ 代表的なものに国連グローバルコンパクト、OECD 多国籍企業ガイドライン、ILO 中核的労働基準などがある。

心的に行われているが、逆にESGの観点から優れた企業に積極的に投資するポジティブ・スクリーニングの戦略も行われている。また、インパクト投資は倫理投資や社会的責任投資の投資家が中心であるが、公的年金基金なども取り組んでいるところがある。一方、ESG投資(責任投資)では、運用機関による伝統的な財務や定量分析による投資プロセスにESGを組み入れていくESGインテグレーションが中心に行われている。サステナビリティ・テーマ投資は、価値観に基づく動機の場合と、より高い投資リターンを期待する場合の両方がある。最後に、株式投資においては、株主としての行動にESGを組み入れることができる。ESGに関連した議決権行使方針を策定したり、株主提案やエンゲージメントの際にESGの課題について企業に働きかけることが考えられるが、これは他のアプローチと併用することができる。

1.1.4 ESG投資の歴史概観

(1) プレ社会的責任投資時代

1900年代初期の米国では既に、キリスト教の教会などが宗教上の理由からタバコ、アルコール、ギャンブルといった産業を投資対象から外すということが行われていた。1960年代に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として利用されるようになる。1970年代から80年代にかけて米国で盛んになった南アフリカに対する不投資運動は、南アフリカのアパルトヘイトの終焉に結びついたとされ、投資を手段として利用した社会運動のひとつの成功体験となっている。現在でも米国ではスーダンやイランに関わるビジネスに対する不投資運動が大学などで盛んであり、これらの国への不投資法案が州議会で決議されている州もある。英国でも宗教団体の教義に基づく投資から1960年代には金融モラルを求める運動が発展し、慈善団体や教育機関、個人へと広がっていった。

(2) 社会的責任投資の時代：機関投資家の参入

1990年になり、英国人のジョン・エルキンソンが「トリプルボトムライン」⁷を提唱、企業の社会的責任(CSR)という考え方が広まった。それに伴い、企業のCSR評価に基づく投資、すなわち社会的責任投資(SRI)を実践する年金基金などの機関投資家が現れてきた。しかし、元々行われていた問題のある特定銘柄やセクターへの投資を忌避する投資手法、いわゆるネガティブ・スクリーニングは、理論上投資ユニバース(投資対象とする銘柄群)を狭めることになり、パフォーマンス上不利になる恐れがあった。この時代は、年金基金がSRIに取り組むときに、社会的な目的のため投資パフォーマンスを犠牲にすることが年金基金の受託者責任違反にあたるのではないかという議論があったため、社会的な目的と投資リターン追求のバランスを取ることが必要であった。そこで、「悪い」企業を排除するのではなく、CSRに優れた企業を選んで投資する、つまり、社会的にも良く、同時

⁷ ボトムラインは決算書の最後の行(合計欄)を指している。トリプルボトムラインは、企業のパフォーマンス評価は財務会計(経済的な側面)だけでなく、社会的側面、環境的側面の会計も必要だという考え方。

に株式リターンも期待できるというポジティブ・スクリーニングが考案された。この投資手法は、ベストインクラスとも呼ばれ、各業種内で比較的 CSR 評価が高い企業をポートフォリオに組み入れるため、すべての業種に投資することが可能であり、技術的にも年金基金などベンチマーク運用を行う機関投資家に受け入れられやすかった。

さらに、年金の受託者責任違反問題については、米国では企業年金の受託者責任と SRI の整合性について、SRI 運用機関であるカルバート社が「パフォーマンス的に他の戦略と伍するならば」という条件付きで年金基金の SRI への投資に問題がないという米国労働省見解を引き出すことに成功した⁸。また、英国では 2000 年の年金法改正のときに、「投資プロセスにおいて非財務要因、例えば倫理、社会、環境といった課題に対するアプローチについて開示を要求」したことから、年金基金の SRI への取り組みについて間接的な承認を与えたと理解された。こうして、機関投資家が ESG 投資に取り組む環境が整ってきた。

(3) RI(責任投資)の時代:企業価値への影響

グローバリゼーションが進むにつれ、国際社会においてグローバル企業や金融機関の影響力が意識されるようになってきた。グローバル企業は国連グローバルコンパクト⁹に署名し、金融機関は、国際的な金融機関間の環境に関する円卓会議である国連環境計画金融イニシアティブを立ち上げた。機関投資家についても、国連のアナン事務総長(当時)が、世界経済フォーラム(ダボス会議)において、「機関投資家の皆さん、世界はあなたがたの掌の上にある」と呼び掛け、2006 年に機関投資家の国際共同イニシアティブとして国連責任投資原則(Principles for Responsible Investment, PRI)がニューヨーク証券取引所(NYSE)にて公表された。

この PRI において、初めて ESG という言葉が使われた。環境(Environmental)、社会(Social)、コーポレート・ガバナンス(Governance)という一見脈絡のないように思われる 3 つのキーワードは、それまでの倫理投資や SRI、その他既に様々な投資家実践していたものを集約した造語である。これらは非財務要因であるが投資パフォーマンスに影響を及ぼすとの認識に立ち責任投資を实践すべきとされた。つまり、ESG 要因は「企業価値に影響を与える」ため投資判断の際考慮しておく必要があるとされたのである。そのため、社会的な目的は必須ではなくなり、SRI の S の部分をなくして、単に責任投資(Responsible Investment)となった。従って、責任投資は投資パフォーマンス追求のために ESG 要因を考慮していく投資である。

また、PRI 公表に先立ち、これまで資産運用業界には根強くあった受託者責任問題を解決するために、PRI 策定の際、イギリスに本拠地を置く、国際的な法律事務所であるフレッシュフィールド・ブルックハウス・デリンガー法律事務所が、受託者責任と ESG 投資についての法律見解をまと

⁸ Calvert DOL Advisory Opinion Letter (1998), カルバートレターと呼ばれる。

⁹ 責任ある創造的なリーダーシップを発揮することによって社会の良き一員として行動し、持続可能な成長を実現するための世界的な枠組み。人権の保護、不当な労働の排除、環境への対応、そして腐敗の防止に関わる 10 の原則からなる。

めた¹⁰。その中で「ESG 要因と財務パフォーマンスに関係があることが認識されているならば、ESG 要因を投資分析においても組み入れるのが筋」とした上で、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ことを宣言した。

一方、世界経済の中でも ESG 要因に関する地球レベルのマクロテーマが強く意識されるようになり、投資に結び付けて考えられるようになってきた。例えば、温暖化排出ガスの問題について、英国政府の依頼を受けたスターン卿が 2006 年に公表した「気候変動の経済学」では、「温暖化を放置すればその経済コストは莫大で、早期に対策を講じること(温室効果ガスの排出削減)が必要だが、それによって世界経済の成長は持続できる」と結論付けた。この他にも、気候変動枠組み条約の締結国会議(COP)が議論のたたき台とする、気候変動に関する政府間パネル(IPCC)の第 4 次評価レポートの中で、「地球は温暖化しており、その原因は人類が排出する温室効果ガスである」と明記された。温暖化効果ガス排出削減が人類の待ったなしのテーマとの認識が一般の人々の間にも広まったため、投資においてもクリーン・テクノロジーや再生可能エネルギーなど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ようになった。また、コーポレート・ガバナンスにおいても、巨額の不正事件や金融危機、原油流出事故など、グローバル企業の影響力の大きさに人々は目を見張り、企業の暴走を食い止める必要性が一層認識されるようになった。OECD コーポレート・ガバナンス原則や英国をはじめとする欧米諸国でコーポレートガバナンス・コードが策定され、機関投資家も投資判断において企業のコーポレート・ガバナンスを重視するようになるなかで、機関投資家は自身が、現代の大株主としてコーポレート・ガバナンスにおける企業経営に対する株主モニタリングを期待されるようになったのである。

1.1.5 ESG 投資における「女性の活躍」の重要性の認識と広がり

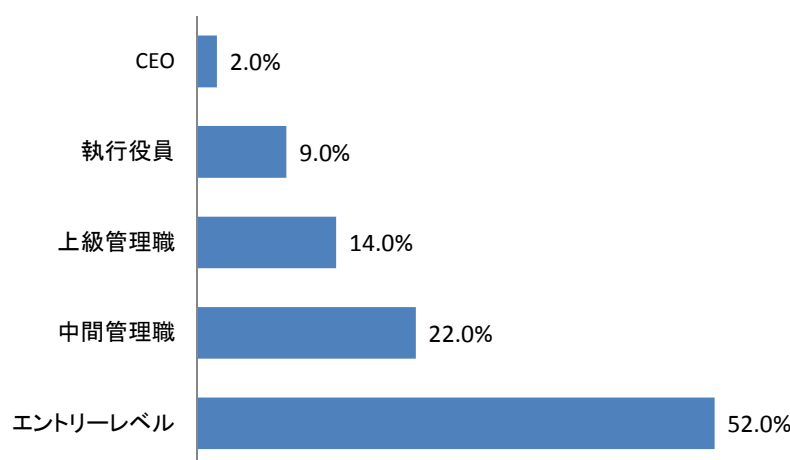
(1) ビジネスにおける女性リーダーの不足

日本では女性の労働力参加率向上(M 字カーブの解消)が政策課題となっているが、欧米先進国では参加率自体のジェンダーギャップはほぼ解消している。また、労働力人口では女性の方が大学以上の高等教育を受けている率が高くなる傾向がみられるなど、先進国では教育面においてむしろ女性の方が優位に立っている¹¹。しかし、政治の世界同様、ビジネス界でもリーダーシップとなると女性の比率は急激に低下する。指導的なポジション、つまり企業では取締役や CEO などの経営陣において、女性が圧倒的に少ない状況は、先進国、新興国、地域に関わらず世界共通にみられる現象である。

¹⁰Freshfields Bruckhaus Deringer (2005). “A legal framework for the integration of environmental, social and governance issues into institutional investment” PRI 策定に向けて UNEP FI Asset Management Working Group からの依頼で作成された。PRI ウェブサイトよりダウンロードできる。
http://www.unepfi.org/fileadmin/documents/freshfields_legal_resp_20051123.pdf

¹¹ ILO, IMF, OECD, WBG. (2014). “Achieving stronger growth by promoting a more gender-balanced economy”など参照

図表 1-3 EMEA (ヨーロッパ、中東およびアフリカ) 130 社の職階別女性比率



(出所) McKinsey & Company. (2012). "Women Matter 2012: Making the Breakthrough"
*マッキンゼー社独自調査による

(2) ジェンダー・ダイバーシティがもたらす企業価値向上

「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」(97 頁以降参照)でも明らかになっているように、年金基金等の機関投資家は、取締役会のジェンダー・ダイバーシティ、すなわち女性取締役を増やすよう投資先企業に求めている。ICGN コーポレート・ガバナンス原則¹²にも謳われているように、株主である機関投資家にとって、企業の最高意思決定機関である取締役会の機能強化はコーポレート・ガバナンス上最も重要な事項である。

女性取締役に注目する理由の 1 つは、女性取締役は取締役会にダイバーシティを付加することができ、そしてダイバーシティは取締役会の機能を改善すると考えられているからである。ダイバーシティ・グループは、単一性の高いグループより意思決定に優れると考えられており、取締役会には、ダイバーシティが不可欠であると考えられているのである。もう 1 つは、最適な人材を活用するという観点からも、男性のみの候補者から取締役を探すより、より広い男女の候補者から探す方が、広く適任を探せるという意味で合理的であり、顧客や地域など女性中心のステークホルダーを持つ企業が、経営に女性の視点を取り入れることも経営判断を優れたものにするだろうと考えられているのである。このような理由から、機関投資家は、ビジネスにおける女性リーダーを増やすことが、投資先企業の企業価値向上をもたらすと捉えているのである。

¹² コーポレート・ガバナンスのベストプラクティスを求める国際的な機関投資家のネットワーク団体である International Corporate Governance Network (ICGN) が策定したコーポレート・ガバナンスの原則

(3) コーポレートガバナンス・コードが求めるジェンダー・ダイバーシティ

前述のようにコーポレート・ガバナンス強化のために取締役会のダイバーシティが注目されるようになると、各国のコーポレートガバナンス・コードにも取締役会のジェンダー・ダイバーシティを考慮すべきという文言が追加されるようになった¹³。企業の取り組みを確実なものにしようと、具体的な目標の設定や進捗の報告を開示するように求めるものや、女性取締役が取締役会で期待される働きをするためには、一定の割合を占める必要があるという考え方から、フランスのように女性取締役の比率を20%以上といった具体的な最低ラインの目標掲げるコードもあり、機関投資家のエンゲージメントや議決権行使方針においても取締役会のダイバーシティが取り上げられるようになった。

ただし、留意する必要があるのは、多くのコーポレートガバナンス・コードはいわゆるソフトローと呼ばれ、企業に直接女性取締役の登用を求めるような強制力のある法規制ではないことから、早期には登用が進まないと予想されている。実際に、女性取締役は増加傾向にはあるものの、そのスピードはゆっくりとしたものである。英国の Equality and Human Rights Commission は2008年のレポートで FTSE100 企業の取締役会の男女比率が同等になるには、まだ70年かかるとしている¹⁴。また、米国の会計検査院(GAO)の2014年のレポートでも S&P1500 社の取締役会の男女比率が同等になるのは40年先と予想している¹⁵。

(4) 企業の女性取締役クォータ制の導入

ノルウェーは、女性取締役の登用を加速させるため、世界で初めて企業の取締役会にクォータ制の導入に踏み切った。これにより、ノルウェーの上場企業は、2006年より女性取締役比率を40%にすることが求められた。2014年時点での女性取締役比率は35.5%となっており、ノルウェーは世界で最も女性取締役比率が高い国となっている。急激な女性取締役の増加が企業経営にどう影響したのかは、様々な議論があり、また長期的な検証も必要である。しかし、少なくとも女性取締役比率は劇的に向上したことから、欧州大陸諸国は追従し、クォータ制の導入を決めている。フランスはコーポレートガバナンス・コードの目標であった女性取締役比率40%をクォータ制として法制化、2015年には女性取締役比率34.4%となった。また、ドイツも2016年より上場会社108社対象に30%のクォータが適用されている。機関投資家は、こういったクォータ制による女性取締役比率の上昇が、ダイバーシティ効果を通じて企業価値向上に結び付くのかどうかに関心を持っている。

(5) 女性活躍推進のイニシアティブによる自主的な取り組み

英国において FTSE100 企業における女性取締役比率は2010年時点で12.5%であり、2004年

¹³ 金融危機後2010年前後の改訂が多い。Catalyst (2014). Increasing Gender Diversity on Boards: Current Index of Formal Approaches 参照。

¹⁴ 英国政府.(2011). “Women on boards”

¹⁵ GAO.(2015). “Corporate Boards: Strategies to address representation of women include federal disclosure requirements”

の 9.4%からは上昇しているものの、その増加ペースは遅すぎるとして、英国政府はデイビス卿¹⁶に女性取締役の現状評価とその対応を委託した。その報告書であるデイビス・レポートでは、ノルウェーのようなクォータ制ではなく、むしろ企業の自主的な取り組みを求め、2015 年までに FTSE100 企業に対して女性取締役比率 25%を達成するよう呼びかけた。また、女性取締役の候補者のデータベースの作成、候補者の育成プログラムなど女性取締役を増やすための方策を企業に対して提案した。デイビス卿率いる委員会は毎年進捗状況を報告する他、実際に様々な働きかけを行っている¹⁷。

デイビス・レポートが支持している自主的な取り組みには、2010 年に発足した自主的なイニシアティブである 30%Club¹⁸がある。これは、FTSE100 企業の女性取締役比率を 30%にすることを目標に掲げ、取締役会のダイバーシティに賛同する FTSE100 企業の会長や CEO をメンバーとし、ビジネス界自身が女性取締役の増加に取り組むイニシアティブとなっている。30%は、女性が影響力を持つために必要な割合、つまりクリティカル・マスと考えられている。

また、30%Club には機関投資家ワーキンググループがあり、27 の機関投資家が参加しており、その運用資産規模は 11 兆ポンド(約 2,000 兆円¹⁹)にのぼる。メンバーの機関投資家は共同エンゲージメントを通じて女性取締役の選任を求めたり、投資先企業のトップに 30%Club への参加を薦めている。2014 年には FTSE100 企業の中で最後まで女性取締役ゼロを続けていたグレンコアへのエンゲージメントが注目を集めた。結果的にグレンコアはこの年に女性取締役を選任し、FTSE100 において女性取締役ゼロの企業はなくなった。機関投資家の中には、議決権行使方針において、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持っている機関投資家もあり、こういったエンゲージメント／株主行動を通じた ESG 投資の実践が女性取締役比率上昇に貢献している。

FTSE100 企業の女性取締役比率は 2015 年 10 月時点で 26.1%となり、デイビス・レポートの 2015 年の中間目標は達成された。現在では 2020 年に FTSE350 企業において女性取締役比率を 33%とする新たな目標が提唱されている。

英国の 30%Club のとりわけ機関投資家ワーキンググループの共同エンゲージメントの成果に呼応して、30%Club は世界的な広がりを見せている。2013 年に香港、2014 年には米国や南アフリカで 30%Club が創立された。2015 年にはオーストラリア、カナダ、アイルランド、イタリア、マレーシア、湾岸アラブ諸国にも 30%Club が発足した。

また、米国には Thirty Percent Coalition(30%連合)という NPO があり、やはり上場企業の女性取締役比率 30%を目指すイニシアティブを展開している。Thirty Percent Coalition は、企業トップ、機関投資家、政府関係者、女性運動家など様々な立場の人々が参加していることが特徴であり、主

¹⁶ Evan Mervyn Davies(アベルソホ男爵)、元スタンダードチャータード銀行会長、元通商相。

¹⁷ Department for Business, Innovation & Skills(2011) Women on Boards:
<https://www.gov.uk/government/publications/women-on-boards-review>

¹⁸ 30%Club のホームページ: <http://30percentclub.org/>

¹⁹ 円貨換算は 2015 年 12 月末みずほ銀行外国為替公示相場の TTM による。以下、本章の円貨は同換算による概算値。

に機関投資家委員会が、共同エンゲージメントとして大手上場企業で女性取締役がない企業に連名でジェンダー・ダイバーシティの考慮を求めるレターを出している他、個別に対話や株主提案など様々な働きかけを上場企業に対して行っている。

このような自主的な取り組みは、特にクォータ制に反対意見の多い国で広がっている。クォータ制によって女性取締役を増やしても、CEO や執行役員の女性比率は低いままだとして、女性取締役が形式的な指名であり、リーダーシップの実体を伴っていない可能性がある²⁰と指摘する。男女に関わらず、経営トップは能力本位で選ばれるべきであり、その結果として女性リーダーが増えていくことを期待している。機関投資家は、投資先企業の企業価値向上のために取締役会のジェンダー・ダイバーシティを求めているのであり、女性が企業経営における最善の意思決定に貢献することを期待しているのである。

²⁰ 1.2.2 各国の ESG 投資 (1) 英国⑨女性の活躍情報の評価基準や活用状況 (p24~25) 参照。

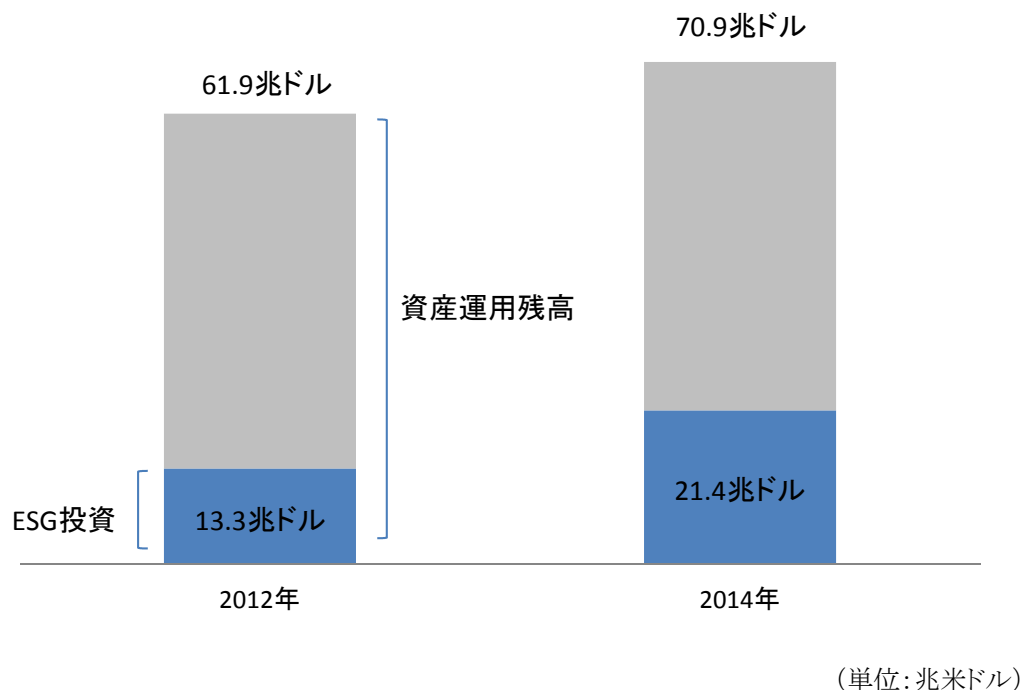
1.2 ESG 投資の概要

1.2.1 世界の ESG 投資

(1) 世界全体での ESG 投資の規模

GSIA の集計によると、2014 年の世界全体の ESG 投資残高は、21.4 兆米ドル(約 2,580 兆円)と推計され、機関投資家によって運用されている金融資産の 30.2%を占めているとみられている。2012 年時点では 13.3 兆米ドル(約 1,603 兆円、21.5%)であったことから、ESG 投資残高は、2 年間で 8.1 兆米ドル(約 976 兆円)、60.9%増加したことになり、資産運用全体の残高の伸び率(14.5%)より早いペースで増加していることがわかる。

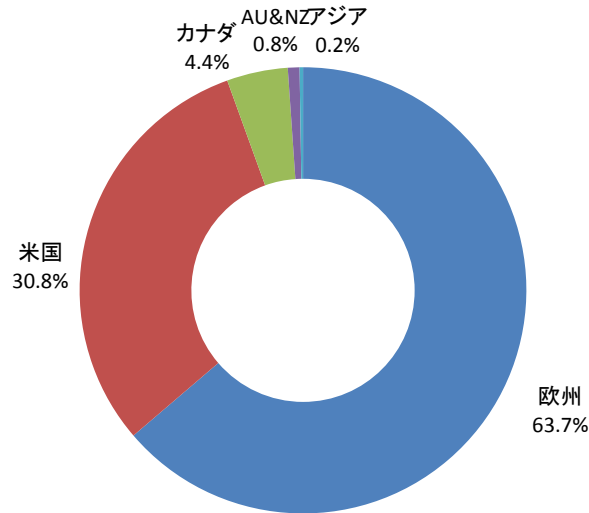
図表 1-4 世界全体の資産運用残高と ESG 投資残高(2012 年、2014 年)



(出所) GSIA, “2014 Global Sustainable Investment Review ”

また、ESG 投資残高を地域別にみると、欧州の割合が 63.7%と最も大きい。米国は 30.8%を占めており、1 か国の投資規模としては世界最大である。米国とカナダと合わせて 35.2%が北米であり、欧州と北米で 99%を占めている。

図表 1-5 ESG 投資の地域別割合 (2014 年)



(出所) GSIA, “2014 Global Sustainable Investment Review”

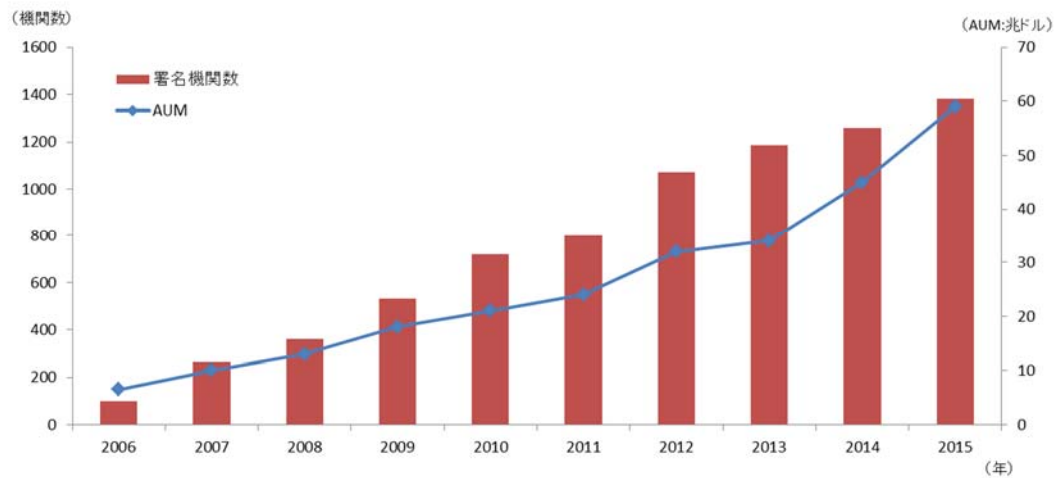
(2) PRI 署名機関数にみる ESG 投資の広がり

ESG 投資の広がりを見るため、国連責任投資原則 (Principles for Responsible Investment, PRI) の署名機関数の推移をみる。2006 年の発足当時は、署名機関は 65 機関で合計運用資産残高は 2 兆米ドル (約 241 兆円) だった²¹。しかし、その年に新たに 130 機関が署名するなど、その後も署名機関は増加を続け、2015 年 4 月現在では 1,380 機関、合計運用資産残高も 59 兆米ドル (約 7,112 兆円) となっている。現在では、機関投資家が自主的に集まる国際的なイニシアティブでは最大規模のものとなっている。

²¹ 国連環境計画 2006 年 4 月プレスリリース

(<http://www.unep.org/Documents.Multilingual/Default.asp?DocumentID=475&ArticleID=5265&l=en>)
PRI, “Report on Progress 2007”

図表 1-6 PRI 署名機関数と合計運用資産残高の推移



(出所)PRI ホームページ

(3) ESG 投資のアプローチ別の残高

世界全体でのアプローチ別の ESG 投資残高を見てみると、ネガティブ・スクリーニングが一番多い。次いで ESG インテグレーション、エンゲージメント／株主行動の残高が多い。一方、サステナビリティ・テーマ投資やインパクト投資は少ない。2012 年から 2 年間の伸び率でみると、サステナビリティ・テーマ投資と ESG インテグレーションが 50%以上と大きく伸びている。また、スクリーニングについては、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も大きく伸びている一方、ポジティブ・スクリーニング／ベストインクラスは若干減少している。

図表 1-7 ESG 投資のアプローチ別資産残高(世界全体)

(十億米ドル)

	2012 年	2014 年	伸び率
ネガティブ・スクリーニング	8,280	14,390	74%
国際規範によるスクリーニング	3,038	5,534	82%
ポジティブ・スクリーニング／ベストインクラス	999	992	-1%
ESG インテグレーション	5,935	12,854	117%
サステナビリティ・テーマ投資	70	166	137%
インパクト投資	86	109	27%
エンゲージメント／株主行動	4,589	7,045	54%

(出所)GSIA, “2014 Global Sustainable Investment Review”

1.2.2 各国の ESG 投資

(1) 英国

英国は欧州最大の ESG 投資市場を持つ国である。2013 年末時点の ESG 投資残高は 2.0 兆ユーロ(約 260 兆円)と同国の機関投資家による運用資産残高 8.1 兆ユーロ (約 1,072 兆円)の約 4 分の 1 を占めているが、欧州内での運用資産残高に占める比率は平均を下回っている。同国における ESG 投資はキリスト教的な倫理観から始まり、現在は、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されている。最も多く採用されている ESG 投資アプローチはエンゲージメント/株主行動であり、ESG インテグレーションは 2 番目に多くの資産で採用されている。倫理投資を源流とするネガティブ・スクリーニングは、地雷廃絶条約などの国際条約の受け入れを反映して、3 番目に多いアプローチとなっている。

また、女性活躍推進においては、取締役会におけるダイバーシティの重要性が投資家・企業双方に認知されている。世界各国で活動している、取締役会における女性比率 30%を目指す 30% Club 発祥の地であり、同組織の投資家グループなどが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。また、2010 年発表のコーポレートガバナンス・コードにおいては取締役会の候補者選定・任命において性別を含む多様性がもたらす有益性に配慮すべきであることが明記されている。投資家・企業の取り組みにより、現在では主要企業で構成する FTSE100 の全ての企業に女性取締役が在籍している。

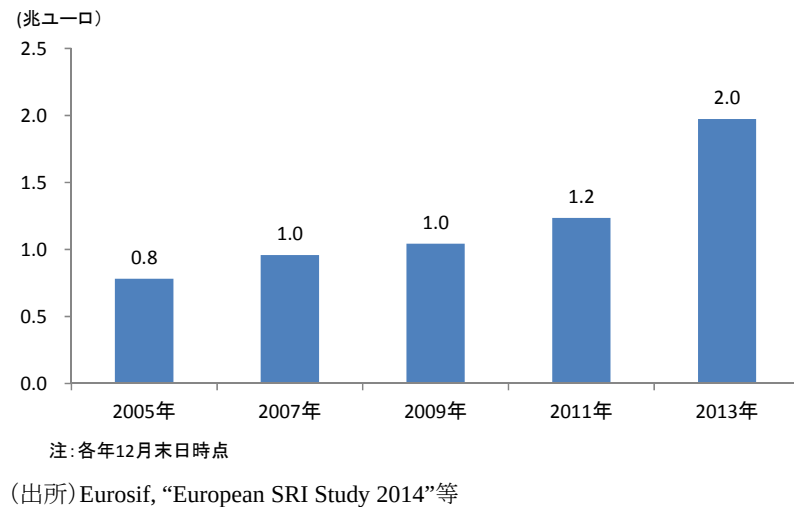
① 英国全体の資産運用市場残高と ESG 投資残高

英国は欧州最大の ESG 投資市場を持つ国である。Eurosif(European Sustainable Investment Forum)が発表している 2013 年末時点の ESG 投資残高は 2.0 兆ユーロ(約 260 兆円)と同国の機関投資家による運用資産残高 8.1 兆ユーロ²²(約 1,072 兆円)の約 4 分の 1 を占めているが、欧州平均の 59%²³を下回っている。また、ESG 投資の資産残高は機関投資家による運用資産残高を上回るペースで増加傾向にあり、ESG 投資が特別なものではなく、顧客や受益者の資産を運用するうえでの果たすべき責任として定着しつつあることが窺われる。

²² IMA.(2014).”Asset Management in the UK 2013-2014”の 6.0 兆ポンドを本稿で採用している 2015 年 12 月末 TTM(1 ポンド=¥178.6, 1 ユーロ=¥131.67)に基づき換算した値。

²³ GSIA (2015). “2014 Global Sustainable Investment Review”

図表 1-8 英国 ESG 投資資産規模の推移



② ESG 投資の歴史的背景と成り立ち

英国では、キリスト教的倫理観により「他人を害して金銭を得るべきではない」という考えが古くからあり、その考えが投資に適用されたのが同国における ESG 投資の起源である。そのため、初期の ESG 投資には倫理的側面が強く、1983 年に設立された ESG 投資調査機関 EIRIS (The Ethical Investment Research Service) が、投資を行う教会や NGO²⁴が自ら行う投資のために企業調査を必要としたことが始まりである。翌 1984 年には倫理投資 (1.1.2 参照) を採用することで ESG 要因を配慮した最初の投資信託が設定された。

同国の ESG 課題における NGO の立ち位置を決定付けたのは 1995 年に起きたブレント・スパー事件である。ブレント・スパー事件では、石油大手ロイヤル・ダッチ・シェルの石油採掘プラットフォーム海中廃棄計画に対し、NGO が環境汚染を懸念して不買運動を展開、最終的に計画が撤回された。同事件をきっかけにグローバル企業は ESG 課題について NGO と積極的な情報交換を行うようになった。

このような経緯から、同国においては NGO が ESG 投資において積極的な役割を果たしており、世界的に展開している NGO が本拠を置いている。NGO が社会の監視機能を果たしていることもあり、法制度は企業行動を制約するというよりは、開示を促すよう構築されている。機関投資家の行動と企業経営に規範を示し、実践しているか否かの説明を求めるスチュワードシップ・コード、コーポレートガバナンス・コードを 2010 年に世界で初めて導入したのも同国である。両コードは他の国にも拡大しつつあり、日本でもそれぞれ 2014 年、2015 年に導入された。

²⁴ 英国の非営利民間団体は「Charity」と呼ばれる。信仰に基づく寄付が教会によって公益活動に使われた歴史に由来し、活動の主体が教会を離れた後も呼称はそのまま継続している。本稿では実態に近い NGO という言葉を用いる。

③ ESG 投資関連法規制等のフレームワーク

同国においては 1991 年に既に機関投資家に ESG 要因を配慮するよう求める動きがあった。投資顧問業、年金基金、保険、投資信託の各協会により組織された機関株主委員会 (Institutional Shareholders Committee) が同年、英国における機関株主の責任 (The Responsibilities of Institutional Shareholders in the UK) を発表し、この中で株主として投資先企業の取締役会と対話を行う責務があることを明示した。その後、英国財務報告評議会、ロンドン証券取引所、公認会計士団体が英国における機関投資家の責任と、コーポレート・ガバナンスについて検討を行った 1992 年のキャドバリー報告書 (Cadbury Report)、1995 年の英国産業連盟によるグリーンベリー報告書 (Greenbury Report)、両報告書への各社の対応を受けた 1998 年のハンペル報告書 (Hampel Report) を経て、同年コンバインド・コード (Combined Code, 統合規範) が制定された。2000 年には年金法が改正され、年金基金に対し、投資方針において「社会、環境、倫理の側面を考慮しているか否か、している場合の程度」を開示することが義務付けられた。

さらに 2002 年には、機関株主委員会が、機関株主およびその代理人 (運用機関や議決権行使サービス会社) の責任に関する原則 (The Responsibilities of Institutional Shareholders and Agents) を発表した。この中では、投資責任を果たすために企業の経営をモニタリングし、必要に応じて働きかけを行うことが規定されている。

その後、米国サブプライム問題に端を発した金融危機を受けて、2009 年にウォーカー報告書²⁵が作成された。同報告書において機関投資家による市場監視機能を強化するため責任を明確化することが提言されたことを受けて、英国財務報告評議会はコンバインド・コードを見直し、2010 年に企業のコーポレート・ガバナンスに関する指針を機関投資家向けの規範をスチュワードシップ・コードとして公表した。コーポレートガバナンス・コードにおいては取締役会の候補者選定・任命において性別を含む多様性がもたらす有益性に配慮すべきであることが明記されている。スチュワードシップ・コードには 2016 年 3 月時点で、資産保有者 88 機関と運用機関 205 社が署名している。

④ 主な ESG 投資のアプローチ (投資手法)

英国において多く採用されているアプローチはエンゲージメント／株主行動であり、2011 年から 2013 年の間に 74% 成長している。伸び率が高く資産規模も大きい理由としては、幅広い顧客の資産を扱う大手運用機関が、先進的な一部の資産保有者の要望を受け、他の顧客の資産とともにエンゲージメント／株主行動を採用していることが挙げられる²⁶。

英国は ESG 要因が投資パフォーマンスに影響を与えることを謳った PRI へ署名する機関投資家の数が増加しており、2014 年時点で全世界 1,260 機関中 180 機関 (図表 1-6、1-10) を占め、多くの運用機関が ESG 要因を投資の意思決定にはっきりと反映している。このため、ESG インテグレー

²⁵ 英国政府. (2009). "A review of corporate governance in UK banks and other financial industry entities Final recommendations"

²⁶ Eurosif. (2014). "European SRI Study 2014"

ションは2番目に多くの資産で採用されており、PRI署名機関数の急増に伴いESGインテグレーションを採用している資産も拡大が続けている。

倫理投資を源流とするネガティブ・スクリーニングは、地雷廃絶条約などの国際条約の受け入れを反映して、3番目に多いアプローチとなっている。地雷関連企業を投資から除外することは、兵器全般やアルコール、ポルノなどの倫理的に議論がある産業への投資を行わないことと同様にネガティブ・スクリーニングとして分類される。

図表 1-9 英国におけるアプローチ別 ESG 投資採用資産残高

(百万ユーロ)

	2011 年	2013 年	伸び率
ネガティブ・スクリーニング	273,180	472,963	73%
国際規範によるスクリーニング	63,520	71,456	12%
ポジティブ・スクリーニング／ベストインクラス	2,559	3,335	30%
ESG インテグレーション	697,692	1,553,800	123%
持続可能性テーマ投資	8,932	12,860	44%
エンゲージメント／株主行動	989,211	1,717,461	74%
合計	—	1,973,148	—

(出所)Eurosif, “European SRI Study 2014”

*各機関、複数のアプローチを採用しているため合計は一致しない。

図表 1-10 英国機関投資家の PRI 署名機関数

	2010 年	2012 年	2014 年	2012-2014 伸び率
運用機関	57 機関	84 機関	111 機関	32%
資産保有者	22 機関	28 機関	39 機関	39%
サービスプロバイダー ²⁷	26 機関	27 機関	30 機関	10%
合計	105 機関	139 機関	180 機関	29%

(出所)Eurosif, “European SRI Study 2014”

²⁷ ESG 投資に関連するサービスを提供する企業を指す。機関投資家を顧客として、ESG 情報を提供する調査会社や、エンゲージメント代行業者と呼ばれる機関投資家の資産を背景に顧客の意向に基づきエンゲージメントを行う企業。

⑤ 主要な ESG 投資家

英国には世界有数の経済規模を背景にした年金などの資産保有者と、金融センターロンドンを抱えることでそこを拠点とする国際的運用機関が存在している。彼らの中には、同国の ESG 投資を受け入れる土壌を反映して積極的に取り組んでいる機関投資家が多い。加えて、機関投資家を顧客とするサービスプロバイダーとして、ESG 情報を提供する調査会社やエンゲージメント代行業者と呼ばれる機関投資家の資産を背景に顧客の意向に基づきエンゲージメントを行う企業などが拠点を置いている。以下では代表的なものを挙げる。

図表 1-11 資産保有者

機関名	概要	運用資産残高 (2014 年末)
BT Pension Scheme	BT (British Telecom) の年金基金。資産運用を委託している傘下の運用機関 Hermes が積極的なエンゲージメントで知られる	403 億ポンド (約 7.2 兆円)
Church Commissioners for England	教会の資産を運用する基金であることもあり、ネガティブ・スクリーニングを導入している。対象は兵器、武器、ポルノ、タバコ、ギャンブル、高利貸、着床前診断等となっている	67 億ポンド (約 1.2 兆円)
The Railways Pension Trust Company (RPTC)	162 の鉄道関連企業の職域年金基金。エンゲージメントに積極的なアセットオーナーとして知られている	210 億ポンド (約 3.8 兆円)
Universities Superannuation Scheme (USS)	大学または教育・研究機関の学者またはシニアの管理者向けの年金基金。アクティブ投資資金による対象企業数を絞ったエンゲージメントを行っている	462 億ポンド (約 8.3 兆円)

(出所) 各種資料

図表 1-12 運用機関

機関名	概要	運用資産残高 (2014 年末)
Aviva Investors	大手保険会社 Aviva の運用子会社。外部顧客の資産も運用している	2459 億ポンド (約 43.9 兆円)
Henderson Global Investors	1934 年に創業した Henderson Group の中核会社である。年金基金や投資信託を主な顧客として資産運用を行っている	812 億ポンド (約 14.5 兆円)
Hermes Fund Managers Limited	1983 年創業。親会社である BTPension Scheme の資産を主に運用するが、加えて外部顧客向けの運用にも近年は力を入れている	388 億ドル (約 4.7 兆円)

機関名	概要	運用資産残高 (2014 年末)
Insight Investment	主に年金基金の債券投資を受託している運用機関	5652 億ドル (約 68.1 兆円)
Legal & General Investment Management (Holdings)	英国大手保険会社グループである Legal & General Group の運用子会社。年金基金やソブリンウェルスファンド、投資信託販売会社や個人投資家を顧客としている	7,782 億ドル (約 93.8 兆円)
Newton Investment Management	ニューヨークに本拠地を置く The Bank of New York Mellon Corporation の運用子会社。機関投資家や企業、NGO を顧客としている	507 億ポンド (約 9.0 兆円)
Royal London Asset Management	英国最大の相互保険組合である Royal London Group の運用子会社。親会社の資産だけでなくグループ外の顧客の資産も運用している	823 億ポンド (約 14.7 兆円)
Standard Life Investments	1825 年創業。エジンバラに本部を置く運用機関。アジアでは、HDFC アセットマネジメント、三井住友信託銀行とも提携関係にある	2,662 億ポンド (約 47.5 兆円)

(出所) 各種資料

図表 1-13 サービスプロバイダー

機関名	概要
Carbon Tracker	NPO 調査機関で、温室効果ガスによる気温上昇を国際的コンセンサスである 2℃に抑えるためには、現在既に発見され資産として評価されている多くの化石燃料が採掘不可能であるとする「座礁資産」の考え方をロンドン・スクール・オブ・エコノミクス (LSE) グランサム気候変動環境研究所とともに発表したことで知られる
EIRIS	企業の社会面、環境面および倫理面のパフォーマンスの調査結果を運用機関などの投資家に提供する独立調査機関。2016 年に仏 Vigeo と合併し、VigeoEIRIS となった
FTSE Group	ロンドン証券取引所の子会社で、グローバルなインデックスを提供する世界的代表企業として知られている。ESG 投資関連では、「FTSE4Good Index Series」を算出している。
Hermes Equity Ownership Services Ltd	Hermes Equity Ownership Services は、Hermes Fund Managers の子会社で Hermes と外部顧客のエンゲージメントを代行する
Trucost	水や土壌、天然資源の価値を財務的に評価する自然資本の考え方に基づき調査分析を行い企業や投資家に情報提供を行っている

(出所) 各種資料

⑥ 主要な ESG テーマ

エンゲージメント／株主行動を ESG 投資アプローチとして採用している機関投資家が活動する場である株主総会においては、役員報酬と気候変動への関心が高い。役員報酬に関しては、2012 年に保険大手のアビバにおいて過半数の株主が CEO の高額報酬に反対し、CEO を辞任に追い込んだ。2014 年にも服飾大手のバーバリーにおいて CEO の高額報酬が否決されている。2014 年、3 年に 1 度以上の頻度で、役員報酬に関して拘束力のある決議を行うことが義務付けられたため、かねてよりあった経営者の高額報酬への批判とあいまって、最も注目を集めるテーマとなっている。役員報酬以外にも、コーポレート・ガバナンスに関するテーマは、十分な業績をあげなかった取締役の再選や取締役会の性別を含む多様性など、企業業績に直結すると考える機関投資家が多いため、注目を集めている。

気候変動は、2015 年には石油大手の BP の株主総会において、炭素税など化石燃料使用に厳しい制約のある社会が到来した場合への対策を求めた投資家連合による株主提案が可決された。同提案は企業に気候変動対策を求める NGO である CDP(旧 Carbon Disclosure Project)から高い評価を獲得すること、保有する原油などの資産の調整、化石燃料を用いないエネルギーの開発や投資戦略策定などを求めている。同投資家連合は大手エネルギー企業 10 社に同様の株主提案を行っている。気候変動に関連したテーマは機関投資家の関心が高く、リスクが高い企業へ情報開示や対応方針を定めることを求める動きがみられる。

⑦ ESG 投資を推進する関係諸団体の活動

英国が ESG 投資における指導的立場にあることを反映して、多くの国際的組織が本拠地を置いている。例えば、ICGN(The International Corporate Governance Network、国際コーポレート・ガバナンス協会)は、欧米の年金基金など先進的機関投資家が参加する国際機関であるが、コーポレート・ガバナンスの課題に関わる情報や見解を交換したり、ガバナンスの基準やガイドラインを設定し、さらには優れたコーポレート・ガバナンスを実践したりするための様々な支援・助言を行うことを目的としている。

また、世界各国で取締役会における女性比率増加の取り組みを行っている 30%Club も英国が発祥である(1.1.5 参照)。30%Club は当初、英国の代表的企業 FTSE100 構成企業における女性業務執行取締役比率を 2020 年に 30%とすることを目標に発足した。2016 年には FTSE350 における女性取締役比率を 2020 年に 30%とする目標を打ち出し、現在では米国、カナダ、オーストラリア、アイルランド、香港、南アフリカ、マレーシアなどにも活動が広がっている。

その他にも、気候変動に関連する NGO として、CDP やカーボントラッカー(Carbon Tracker Initiative)が本拠地を置いている。

英国には 1200 以上の ESG に関連する大学院課程が存在し、ESG 課題に関連する教育を受ける豊富な機会が存在する。豊富な人材が ESG 課題に興味がある NGO や機関投資家にとって活動の場としての魅力を高めている。

⑧ 最近の傾向

英国において ESG 投資を推進している UKSIF (UK Sustainable Investment and Finance Association) は、最近の傾向としてスチュワードシップ・コードや PRI などの影響によりエンゲージメント／株主行動と ESG インテグレーションの 2 つのアプローチを採用している資産の拡大を指摘している。スチュワードシップ・コードはエンゲージメント／株主行動を推奨しており、PRI に署名している機関は、ESG 課題が投資パフォーマンスに影響を与えていると考えている金融機関であることから、それらの拡大は両アプローチを採用する資産の拡大を意味する。

個別テーマとしては、「気候変動」の動きが著しい。2013 年、Carbon Tracker Initiative およびロンドン・スクール・オブ・エコノミクス (LSE) グランサム気候変動環境研究所が、現在大手石油企業の資産として計上されている化石燃料が採掘できない座礁資産となる可能性を指摘したことから、世界各国の機関投資家において化石燃料関連の投資・融資を取りやめる動きが相次いでいる。2015 年にはオックスフォード大学が、石炭やオイルサンドなど温室効果ガス排出量が多いとされている化石燃料関連の投資を、数千億円にのぼる大学基金において取りやめることを発表した。これはケンブリッジ大学に続く動きであり、決定に際しては、大学に倫理的投資行動を求める一部学生の影響もあったとのことである²⁸。

⑨ 女性の活躍情報の評価基準や活用状況

女性活躍推進に取り組む機関投資家は、30%Club の考え方を支持しており、「機関投資家ワーキンググループ」として活動している (1.1.5 参照)。30%Club の機関投資家ワーキンググループには、現在、グローバルに活動する 27 機関が参加しており、その運用資産規模は 11 兆ポンド (約 1,965 兆円) に達している²⁹。30%Club では、取締役会におけるジェンダー・ダイバーシティは、取締役会構成者のスキルとバックグラウンドの多様性に繋がり、幅広い事態に対する対応力を高め、合理性から乖離した偏った判断を下すリスクを低減すると考え、30%を女性の考えが少数意見として扱われることなく正当に評価されるために達成すべき割合、すなわちクリティカル・マスであると考えている。彼らは取締役の選任・再任と報告・監査の 2 つの領域において企業に働きかけを行っている。企業の対応が十分でない場合、株主総会の議決権行使において投資家としての意思表示を行っている。

また、英国政府の委託でまとめられた 2011 年のデイベス報告書³⁰において、取締役会のジェンダー・ダイバーシティを推進するための提言がまとめられ、また女性取締役の増加スピードを加速させるため 2015 年末までに FTSE100 企業の女性取締役比率 25% という目標を設定した。同報告書においても投資家による積極的な働きかけがジェンダー・ダイバーシティを持つ取締役会への移行に必要なことが言及されている。

²⁸ オックスフォード大学プレスリリース: <http://www.ox.ac.uk/news-and-events/fossil-fuel-divestment>

²⁹ 30%Club. (2016). "30%Club information booklet"

³⁰ 英国政府. (2011). "Women on boards"

コーポレートガバナンス・コードの 2012 年の改正によって、ジェンダーを含む取締役会のダイバーシティ方針、その実現のための測定可能な目標、その進捗状況の開示が義務付けられ、機関投資家は、企業の取り組み状況を年次報告書から確認している。

同国における様々な取り組みもから女性取締役比率は顕著に上昇し、2010 年 2 月に 12.5%であった女性取締役比率は、2015 年 10 月現在で 26.1%となり、デイビス報告書の間目標であった 2015 年 25%は達成された。デイビス委員会では、2020 年に FTSE350 における女性取締役比率 33%とする新たな目標を発表した³¹。しかし一方で、取締役会議長や最高経営責任者といった、経営トップは圧倒的に男性が占める状況が続いているという問題点も認識されている(図表 1-14)。

図表 1-14 FTSE100 における女性取締役の状況

	FTSE100	
	2010 年 2 月	2015 年 10 月
女性取締役数(比率)	135 人(12.5%)	286 人(26.1%)
女性非執行取締役数(比率)	117 人(15.6%)	260 人(31.4%)
女性執行取締役数(比率)	18 人(5.5%)	26 人(9.6%)
女性取締役会議長数	2 人	3 人
女性最高経営責任者数	5 人	5 人
取締役総数	1,076 人	1,097 人

(出所) 英国政府.”Improving the Gender Balance on British Boards WOMEN ON BOARDS DAVIES REVIEW FIVE YEAR SUMMARY OCTOBER 2015”

³¹ 英国政府(2015).”Improving the Gender Balance on British Boards WOMEN ON BOARDS DAVIES REVIEW FIVE YEAR SUMMARY OCTOBER 2015”

(2) フランス

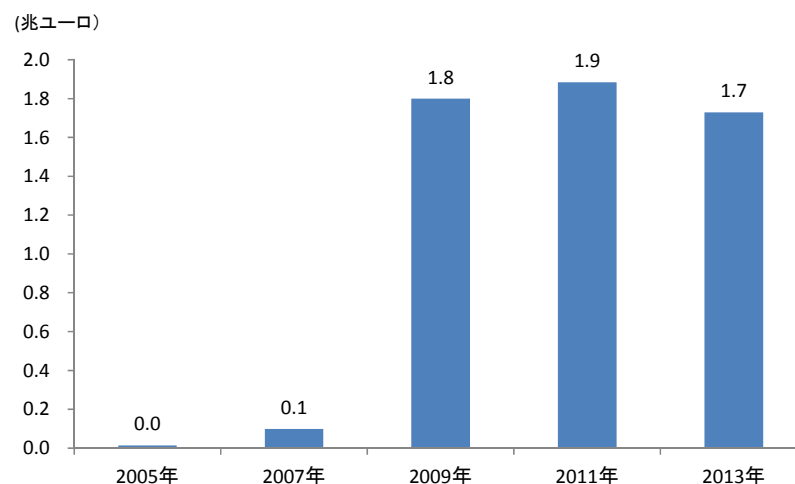
フランスは大陸ヨーロッパで最大の 1.7 兆ユーロ(約 228 兆円)の ESG 投資市場を持つ。同国の ESG 投資は 1980 年代のキリスト教系宗教団体の年金資金運用に始まる。2000 年以降に開始された公的年金での株式運用において、ESG 投資が義務化されるなど、社会的に ESG 投資を志向する傾向が強い。最も大きなシェアを持つ ESG 投資アプローチは、国際規範によるスクリーニングであるが、これは、労働組合の影響が大きい年金基金の求めに応じて運用機関が実施しているものが多い。

コーポレートガバナンス・コード 2010 年改訂の勧告によって女性取締役のクォータ制が導入されている。個別の機関投資家では、欧州最大の運用機関であるアムンディ(Amundi - formerly Crédit Agricole Asset Management Group)や公的年金基金の ERAFP(Etablissement de Retraite Additionnelle de la Fonction Publique: 補完的退職公務員年金基金)が株主としての立場から投資先企業の女性取締役比率を増加させる働きかけを行っている。

① フランス全体の資産運用市場残高と ESG 投資残高

フランスは大陸ヨーロッパで最大の 1.7 兆ユーロ(約 227 兆円)の ESG 投資市場を持つ。以前からフランスの公的年金は委託運用機関に ESG 投資を求めているが、2007 年から 2009 年の間に多くの機関投資家が ESG インテグレーションの採用やクラスター爆弾製造企業への投資を取りやめる方針を明らかにしたことで、ESG 投資資産規模が 0.1 兆ユーロ(約 13 兆円)から 1.8 兆ユーロ(約 237 兆円)に増加し、その後は横ばいで推移している³²。

図表 1-15 フランス ESG 投資資産規模の推移



注: 各年12月末日時点

(出所) Eurosif, “European SRI Study 2014”等

³² 但し、2011 年と 2013 年では ESG インテグレーションの集計の方法が異なる。

② ESG 投資の歴史的背景と成り立ち

フランスにおける ESG 投資は倫理的な動機から始まっている。同国において ESG 投資の嚆矢となったのは、1983 年に設定されたキリスト教系宗教団体の年金資金運用がきっかけとなった投資信託「Nouvelle Strategie 50 (新戦略 50)」である。ノートルダム修道会が高齢化による財政悪化から株式投資による年金基金運用を実施する際に、投資対象を酒やタバコ、兵器を除く、世の中の役に立つ商品やサービスであることなど 20 項目の投資基準を定め、投資信託を設定した。

その後、2001 年に FRR (Fonds de Réserve Pour Les Retraites: 退職年金積立基金)、2004 年に ERAFP の 2 つの公的年金基金が設立された。これも、設立の経緯と ESG 投資に取り組む背景は前述の新戦略 50 と近い。フランスでは、労働組合の力が強く、世代間扶養に基づく賦課方式年金制度を支持している。しかし、社会の高齢化が進展することから、運用益を得られる積立型の両年金基金が設立され、金融・資本主義に批判的な労働組合を説得するために「正しい資本主義」である ESG 投資が導入された。これらの公的年金基金は、設立段階から ESG 投資を志向している点で他国と異なる。

次に、2007 年から 2009 年の ESG 投資資産急増の原因となった、ESG インテグレーションの採用とクラスター爆弾製造企業に対するネガティブ・スクリーニングの拡大が起きた。この背景には、2006 年の PRI 設立などに後押しされて、運用機関が顧客である資産保有者から ESG 投資への取り組みの説明を求められることが増え、投資判断にあたって ESG 情報を利用できるよう整備するなどしたことが影響している³³と考えられる。

③ ESG 投資関連法規制等のフレームワーク

欧州で最も厳格な ESG 関連法規制を持っている。機関投資家における広範な ESG 投資への取り組みの流れを作ったのは、2001～2002 年に成立した以下の法制度である。これらにより、年金資産運用機関、年金基金それぞれに対して、ESG 投資に関する方針策定を求め、その実践状況について報告を義務付けられたほか、上場企業に対しては開示すべき ESG 項目が定められている。

■ 従業員貯蓄プランの一般化に関する法律 (2001) :

年金資金運用機関に対し、議決権行使の際、社会・環境・倫理的な観点からの方針を定め、活動について年次報告書への記載を求める

■ 社会・教育・文化的規定に関する法律 (2001) :

年金基金に対して、社会・環境・倫理問題に配慮した投資方針の策定と活動について報告を求める

■ 新経済規制法 (2001) :

上場企業に対して、企業活動の社会・環境への影響に関する報告を義務付ける

³³ Novethic. (2010). "ACHIEVING INVESTMENT OBJECTIVES THROUGH ESG INTEGRATION"

■ 商法施行に関する政令(2002):

新経済規制法での雇用・環境に関する開示項目の詳細を規定する

《雇用》従業員のフルタイム、パートタイム別内訳、労働時間、賃金、福利厚生コスト、男女の平等、労使間の合意の内容、労働安全・衛生、教育訓練、障害者雇用等

《環境》水・原材料・エネルギーの消費状況、エネルギーの効率的利用のための措置、生態系保護措置、環境認証、環境保護支出額、企業内部の環境保護部署・プログラム・従業員教育、環境リスク、環境債務額・補償額、海外子会社における状況

また、コーポレート・ガバナンスの分野は最も早くから動きがあった分野である。1995 年に AFEP (フランス私企業協会)と MEDEF (フランス企業連盟)によりヴィエノー (Vienot) 氏を長とする委員会から報告書が公表された。同報告書では、他国のコーポレートガバナンス・コードと同様に、取締役会内部への指名・報酬・会計の3委員会の設置や独立取締役の選任などを勧告した。同報告書は「コード」の形を取らなかったが、幾度かの報告書の公表を経て、2008 年に上場企業を対象とする AFEP-MEDEF コードと呼ばれるコーポレートガバナンス・コードとなった。同コードは、その後幾度かの改訂を挟み、2010 年に取締役会への女性の参画について勧告が行われ、クォータ制の導入に繋がった。また、同年にはオスロ条約の発効に先立って、国内機関投資家にクラスター爆弾製造企業への投資を禁じることとなった。

④ 主な ESG 投資のアプローチ(投資手法)

2011 年までは最も大きなシェアを持つ ESG 投資アプローチは、ESG インテグレーションであった。2013 年に ESG インテグレーションの集計方法を変更し、より ESG の組み入れが明らかなもののみとなったため、国際規範によるスクリーニングが最も残高が大きいアプローチとなっている。国際規範によるスクリーニングは、労働組合の影響が大きい年金基金の求めに応じて運用機関が実施しているものが多い。例えば、FRR は国連グローバルコンパクト、ILO、オスロ条約等を守ることを委託先運用機関に求めている。

図表 1-16 フランスにおけるアプローチ別 ESG 投資採用資産残高

(百万ユーロ)			
	2011 年	2013 年	伸び率
ネガティブ・スクリーニング	15,975	472,660	2,859%
国際規範によるスクリーニング	679,566	1,119,040	65%
ポジティブ・スクリーニング／ベストインクラス	115,309	173,213	50%
ESG インテグレーション	—	440,000	—

	2011 年	2013 年	伸び率
広義の ESG インテグレーション*	1,804,781	(2,265,000)	(25%)
持続可能性テーマ投資	623	4,392	605%
エンゲージメント／株主行動	—	55,304	—
合計**	1,884,000	1,728,880	-8%

(出所) Eurosif, “European SRI Study 2014”

*明示的に ESG の組み入れがあるものの他に ESG リサーチが利用可能なファンドも含まれている。2013 年の合計には含まれていない。

**各機関、複数のアプローチを採用しているため合計は一致しない。

⑤ 主要な ESG 投資家

フランスには、その経済規模を反映して世界的な金融機関が本拠地を置いている。フランスの公的年金基金である ERAFP と FRR は 2000 年以降に設立した若い年金基金である。その年金基金が株式投資を行うにあたって、設立時から ESG 投資を前提とした点でも他国の公的年金基金とは異なっている。

加えて、社会の ESG 要因に対する関心の高さから、ESG 調査会社も活動している。

図表 1-17 資産保有者

機関名	概要	運用資産残高 (2014 年末)
AXA Group	国際的に活動している大手保険・金融グループ	12,770 億ユーロ (168 兆円)
Etablissement de Retraite Additionnelle de la Fonction Publique (ERAFP)	年金基金。2004 年公務員年金として設立された。受益者である労働組合の意向に基づき ESG 投資を行っている	211 億ユーロ (2.8 兆円)
Fonds de réserve pour les retraites (FRR)	2001 年設立の年金基金。受益者である労働組合の意向に基づき ESG 投資を行っている	372 億ユーロ (4.9 兆円)

(出所) 各種資料

図表 1-18 運用機関

機関名	概要	運用資産残高 (2014 年末)
Amundi - formerly Crédit Agricole Asset Management Group	欧州最大の運用機関。設立当初から ESG 投資に注力していることで知られている	8,660 億ユーロ (114 兆円)
AXA Investment Managers	アクサ・グループの運用機関	6,230 億ユーロ (82.0 兆円)

機関名	概要	運用資産残高 (2014 年末)
BNP Paribas Investment Partners	フランス最大の銀行・金融グループの運用機関	5,080 億ユーロ (66.9 兆円)

(出所) 各種資料

図表 1-19 サービスプロバイダー

機関名	概要
Novethic	ESG 投資に関する調査・コンサルティング会社。Eurosif に調査結果を提供していることや、金融商品に一部資産保有者の採用基準となっている SRI (社会的責任投資) ラベルを付与していることで知られている
Vigeo	ESG 関連の調査会社。ERAFF の投資先の調査を受託している。2016 年に英 EIRIS と合併し、Vigeo EIRIS となった

(出所) 各種資料

⑥ 主要な ESG テーマ

他国と比較して、ESG 投資に対する政府からのアプローチが強いせいか、ESG テーマとしては、国際規範に関連したものが継続的に注目されている。公的年金の運用において、労働組合の要望から ESG 投資が行われたことからわかるように、社会的に労働者の権利が尊重されている。それは、法制度にも表れ、企業が開示すべき ESG 項目には雇用や労働条件に関するものが多く、FRR も投資にあたって ILO (International Labour Organization、国際労働機関) の国際労働基準等を参照している。

運用機関においても、国際規範が積極的に投資分析において採用されている。例えば、最大手の運用機関であるアムンディでは、ILO の国際労働基準に加えて国連グローバルコンパクト 10 原則、OECD コーポレート・ガバナンス原則等の国際規範を投資分析に採用している。

その他には、法的に投資が禁じられているクラスター爆弾がテーマとして注目されている。

⑦ ESG 投資を推進する関係諸団体の活動

FIR (French Social Investment Forum) が ESG 投資に関する啓蒙や情報発信などの活動を行っている。

⑧ 最近の傾向

2015 年に COP21 (Conference of the Parties : 第 21 回気候変動枠組条約締約国会議) がフランスにおいて開催されたことに関連して、気候変動に関する取り組みが多く見られた。加えて、2015 年から 2016 年にかけて、国内における気候変動関連の動きもみられた。

2015 年 5 月には、フランスの金融大手、クレディ・アグリコルが石炭採掘プロジェクトへの投資引き上げを公表した。その後、COP21 開催中に、気候変動に取り組む NGO である 350.org は、化石燃料に投資しないことを呼びかけていた不投資キャンペーンの世界の賛同者が運用する資産が 3.4 兆ドルに達したと発表した。同じ年に国内では、低炭素社会への移行を目指したエネルギー移行法を制定し、機関投資家に対して、ESG インテグレーションの状況、投資先の温室効果ガス排出量、低炭素経済の投融資に関する情報開示を義務化し、翌年にはその開示方法の詳細を公表している。

また、フランス政府は運用機関の金融商品が ESG 投資の定義に適用かを認定する SRI ラベルを設定している。実際の導入は 2016 年からとなっており、政府機関であるフランス認証委員会 (Cofrac: Comité français d'accréditation) が実際の運用を担うこととなっている。

⑨ 女性の活躍情報の評価基準や活用状況

2010 年に制定されたコーポレートガバナンス・コードでは、コンプライ・オア・エクスプレイン(目標を達成できない場合は達成できない理由を公表する方式の規制)方式として 2013 年までに女性取締役比率 20%、2016 年までに 40%を目標としていたが、2011 年には 3 年以内に 20%、6 年以内に 40%の達成を要求するクォータ制として法制化された。その結果、代表的な株価指数である MSCI World に採用されているフランス企業における女性取締役比率は 2009 年時点で 9.0%であったのが、2015 年時点で 34.4%まで増加している³⁴。

個別の機関投資家では、欧州最大の運用機関であるアムンディの取り組みを挙げることができる。同社は他国への投資を検討する際に、GDI (Gender-related Development Index: ジェンダー開発指数、男女間の不平等指数)を用いている。加えて、企業分析では、取締役会における性別を含む多様性を評価している。同社は取締役会における多様性の確保によってパフォーマンスが高まると考えており、妥当性のない多様性の低い取締役構成には株主総会において否定的な議決権の行使によって臨むとしている³⁵。

また、資産保有者では、公的年金基金の ERAFP は、企業における女性取締役比率について、企業に対して働きかけを行っている。具体的には、2015 年の欧米市場の投資先企業に対しては、2014 年末時点の女性取締役比率が 25%以下の企業に対しては、女性取締役比率を高めるような議決権行使を行う方針に則って行動しているという。目標値は各国のクォータ制、30% Club、Thirty Percent Coalition などが掲げる目標値を考慮して決定したとのことである³⁶。

³⁴ MSCI. (2015). "WOMEN ON BOARDS GLOBAL TRENDS IN GENDER DIVERSITY ON CORPORATE BOARDS"

³⁵ AMUNDI. (2015). "SRI and impact investing"

³⁶ ERAFP. (2015). "Guidelines for ERAFP's shareholder engagement – 2015 version"

(3) オランダ

オランダの ESG 投資は 1.2 兆ユーロ(約 164 兆円)に達し、同年の GDP0.7 兆ユーロ(約 86.7 兆円)を上回っている。同国では、1995 年以降、政府が認定した環境に配慮した投融資から得られる利子や配当を非課税としており、ESG 投資が促進された。その後、2007 年の年金基金によるクラスター爆弾関連企業への投資報道をきっかけに、多くの年金基金で ESG 投資方針が策定され、ESG 投資の資産規模が拡大した。クラスター爆弾関連企業への投融資が ESG 投資増加の契機となったこともあり、ネガティブ・スクリーニングが ESG アプローチの中では最もシェアが大きい。近いアプローチである国際規範によるスクリーニングが 2 番目に採用が多く、3 番目に多くの資産が採用しているのは、エンゲージメント／株主行動である。また、ESG インテグレーションを採用している資産も一定の割合でみられる。

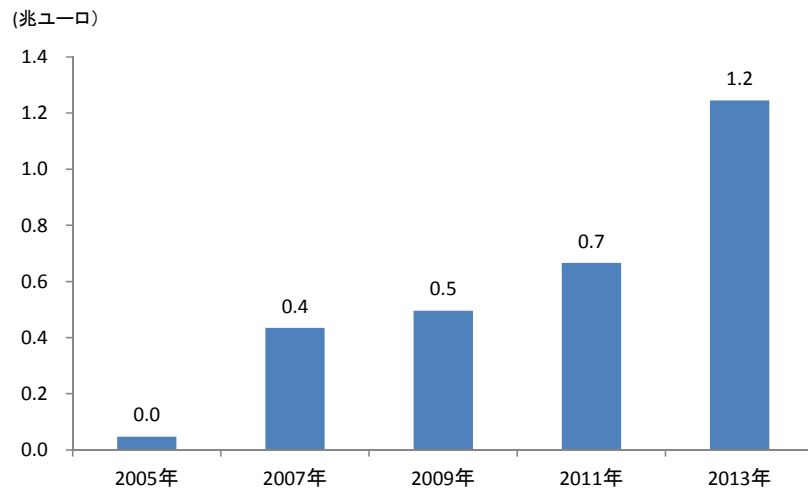
女性の活躍情報の活用状況については、国内企業においてはクォータ制が導入されているが、大手年金基金など機関投資家は海外企業に対してエンゲージメント／株主行動を通じて女性取締役登用にに向けた働きかけを行っている。また、女性取締役比率に注目した未上場企業を投資対象とするファンドがある。

① オランダ全体の資産運用市場残高と ESG 投資残高

オランダの ESG 投資は 2013 年時点で 1.2 兆ユーロ(約 164 兆円)に達し、同年の GDP0.7 兆ユーロ³⁷(約 86.7 兆円)を上回っている。国内では銀行が運用機関を選定する際に、ESG 投資への取り組みに賛同する PRI への署名を義務付ける例がみられる等、ESG 投資への取り組みが浸透している。オランダで ESG 投資を推進している VBDO(Vereniging van Beleggers voor Duurzame Ontwikkeling)は、いずれ ESG 投資が一般的な投資手段になるという見解を示している。

³⁷ IMF.(2015).“World Economic Outlook Database”
(<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2015/02/weodata/index.aspx>)

図表 1-20 オランダ ESG 投資資産規模の推移

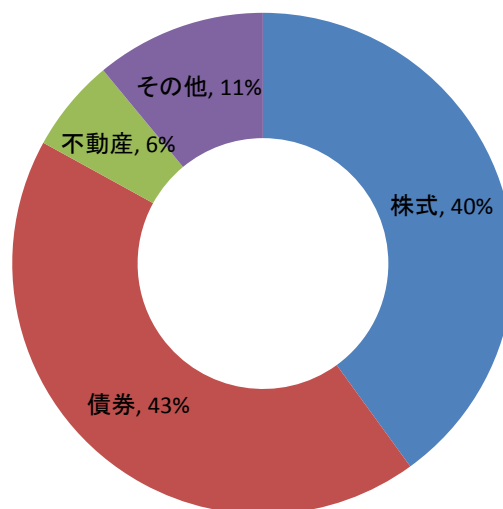


注: 各年12月末日時点

(出所) Eurosif. “European SRI Study 2014”他過去分

同国では幅広い資産クラスへの投資において、ESG 投資が採用されており、その内訳は、株式が 40%、債券が 43%、不動産が 6%となっている。不動産投資の比率は他の資産からみて相対的には小さいが、ESG 投資の先進地域である欧州の他の国と比較では先進的であると言える。

図表 1-21 オランダ ESG 投資資産クラスの内訳



(出所) Eurosif, “European SRI Study 2014”

② ESG 投資の歴史的背景と成り立ち

Eurosif の“European SRI Study 2014³⁸⁾”によれば、オランダでは 1970 年代から ESG 投資資産が継続的に増加しているという。1995 年の環境に配慮する投融資を促進するグリーン投資指令 (Green Investment Directive) の策定など、元々非財務要因を投資判断に組み入れることが受け入れられている社会的背景があったことに加えて、2007 年に年金基金によるクラスター爆弾製造企業への投資がテレビ番組で報道されたことが契機となり、ESG 投資資産残高の顕著な増加が起きた。テレビ番組での報道の直後から、多くの年金基金で ESG 投資ガイドラインを策定するなど、ESG 投資への本格的な取り組みを開始した。同年、年金基金向けの ESG 投資の指針である“The future has arrived³⁹⁾”が公表されている。同指針において既に、現在多くの年金基金で採用されているクラスター爆弾やその他の環境や社会要因による除外リストに基づくネガティブ・スクリーニングが推奨されている。また、クラスター爆弾製造企業への投資については、2013 年の金融監督法 (Financial Supervision Act) の改正によって、国内の全ての金融機関において禁止された。

③ ESG 投資関連法規制等のフレームワーク

オランダにおいて ESG 投資に影響を与えているのは、主に 3 つの法規制である。一つが 1995 年に定められたグリーン投資指令であり、オランダ政府が認定する環境に配慮した投資や融資を行う金融商品から得た利子や配当を無課税としている。二つ目が 2003 年に発表されたコーポレートガバナンス・コードであり、他国ではスチュワードシップ・コードが担っている機関投資家を対象とする規定を含んでいることが特徴である。その後幾度かの改正を経ながら、機関投資家による議決権行使の浸透や監査役の独立性の改善等、同国の投資環境の整備に貢献している。三つ目が 2013 年の金融監督法の改正であり、クラスター爆弾関連企業への投融資を禁じたものである。

④ 主な ESG 投資のアプローチ(投資手法)

ネガティブ・スクリーニングがオランダにおいて支配的な ESG 投資アプローチとなっている。法律で禁じられているクラスター爆弾関連企業その他、国際的に制裁を受けている国に関わる企業を投資対象から除くなどの方法がとられている。

国際規範によるスクリーニングでは、国連グローバルコンパクトをいくつかの大手機関投資家が採用している例がみられる。

続いて多くの資産で採用されているのは、エンゲージメント／株主行動である。個別機関投資家によるエンゲージメントに加えて、共同でエンゲージメントを行う機関投資家団体 Eumedion の存在が寄与している。ESG インテグレーションでは、投資対象が企業活動において特定製品との係わり、特定地域での企業活動、人権侵害などの判断基準を満たせば、ネガティブ・スクリーニング

³⁸⁾ Eurosif (2014), “European SRI Study 2014”

³⁹⁾ Dutch Association of Industry-wide Pension Funds. (2007). “The future has arrived”

やエンゲージメントの対象とするといった運用を行っている資産が多く、ESG 投資アプローチと ESG インテグレーションをともに採用している資産が多くなっている。

図表 1-22 オランダにおけるアプローチ別 ESG 投資採用資産残高

(百万ユーロ)

	2011 年	2013 年	伸び率
ネガティブ・スクリーニング	665,108	1,068,769	61%
国際規範によるスクリーニング	166,359	746,125	349%
ポジティブ・スクリーニング／ベストインクラス	1,120	15,232	1,260%
ESG インテグレーション	542,156	629,236	16%
持続可能性テーマ投資	19,914	20,163	1%
エンゲージメント／株主行動	472,019	649,198	38%
合計	—	1,244,576	—

(出所) Eurosif, “European SRI Study 2014”

*各機関、複数のアプローチを採用しているため合計は一致しない。

⑤ 主要な ESG 投資家

オランダには、資産保有者としては世界で 3 番目の運用資産規模を誇る年金基金 ABP をはじめとする年金基金が複数存在している。運用機関のなかには、社会的背景に加えて、グリーン投資指令の影響もあり、一般的な運用機関だけでなく ESG 投資専門銀行が存在する。Sustainalytics は、世界の主な運用機関の多くに ESG スコアを提供しているサービスプロバイダーであるが、こうした ESG に関するサービスプロバイダーもオランダに本拠地を構えている。

図表 1-23 資産保有者

機関名	概要	運用資産残高 (2014 年末)
Pensioenfonds Vervoer (PV)	運輸業年金基金。運輸業界の職域年金基金。2007 年にクラスター爆弾に関連する企業への投資が報道されたことをきっかけに ESG 投資を開始した	188.5 億ユーロ (2.5 兆円)
Stichting Pensioenfonds ABP	オランダ公務員総合年金基金。運用子会社に APG を持つ	3429 億ユーロ (45.1 兆円)
Stichting Pensioenfonds Zorgen Welzijn (PFZW, formerly PGGM)	PFZW、オランダ厚生福祉年金基金。医療・福祉業界の職員を対象とする年金基金であり、運用子会社に PGGM を持つ。1985 年という早期から ESG 投資を開始した	1617.1 億ユーロ (21.3 兆円)

(出所) 各種資料

図表 1-24 運用機関

機関名	概要	運用資産残高 (2014 年末)
ASN Bank	ESG 投資専門銀行大手。特に人権・気候変動・生物多様性に注目して持続可能な社会の実現のための投資活動を行っている	19.5 億ユーロ (0.3 兆円)
Robeco	2013 年に日本のオリックス傘下となった。子会社に ESG 格付機関の RobecoSAM を持つ	2460 億ユーロ (32.4 兆円)
Triodos Investment Management BV	ESG 投資専門銀行大手 Triodos Bank の運用子会社。Triodos は社会・倫理・金融の 3 つのアプローチを意味する	26.3 億ユーロ (0.3 兆円)

(出所) 各種資料

図表 1-25 サービスプロバイダー

機関名	概要
Sustainalytics	ESG に関連する企業の取り組みの調査を専門とする世界最大の独立系調査機関。世界の多くの主要運用機関が同社において算出したスコアを利用している

(出所) 各種資料

⑥ 主要な ESG テーマ

2007 年のテレビ番組放映をきっかけとしたクラスター爆弾関連企業への不投資がオランダの ESG 投資を特徴づけたと言える。近年では、いくつかの年金基金の運用機関が除外リストに基づくネガティブ・スクリーニングを実施しており、スクリーニング項目から関心が高い ESG テーマを読み取ることができる。

まず APG は、クラスター爆弾関連企業として 12 社、国連グローバルコンパクト 10 原則に違反する企業として 3 社を除外リストに掲載している。日本企業からは、2014 年に東京電力が福島第一原発事故後の経過から、国連グローバルコンパクト 10 原則のうち環境と人権に抵触するとしてリスト入りした。

また、PGGM は、APG より多い 114 社のリストを公開している。日本からは JT がタバコ関連企業であることを理由にリスト入りしている。テーマ別では、過半数の 68 社がタバコによって投資対象から外されており、次いで多いのは核兵器関連企業で 25 社となっている。一方で、クラスター爆弾関係企業が 8 社除外されている。また、国連や EU の制裁対象となっている紛争地域の企業など 11 カ国の国債も投資対象から外している。

⑦ ESG 投資を推進する関係諸団体の活動

オランダで ESG 投資を推進する役割を担っている業界団体は、VBDO である。また、機関投資家が共同でエンゲージメントを行うフレームワークを提供している Eumedion も活動しており、約 70 機関、資産総額 1 兆ユーロ(約 130 兆円)を超える機関投資家が参加している。

⑧ 最近の傾向

オランダでは、伝統的に気候変動に対する社会的関心が強い。2015 年には NPO が国の気候変動対策が不十分であると訴えて、裁判所による気候変動対策強化の命令が下された⁴⁰。

年金基金においても気候変動対策を強化する動きがあり、PFZW (Stichting Pensioenfonds Zorg en Welzijn) は 2015 年、2020 年までにポートフォリオにおける温室効果ガス排出量を半減させることを発表した。近年、大手機関投資家が石炭等化石燃料関連の投資を削減する例は多いものの、ポートフォリオにおける温室効果ガス排出量の削減を打ち出したのは珍しい。具体的には、今後、PFZW は石炭関連企業への投融資を引き上げ、化石燃料関連の株式投資のウェイトを 30% 減らす。また、その他の温室効果ガス排出量が多い業界で銘柄の入れ替えを行い、ポートフォリオにおける温室効果ガス排出量を削減するという。

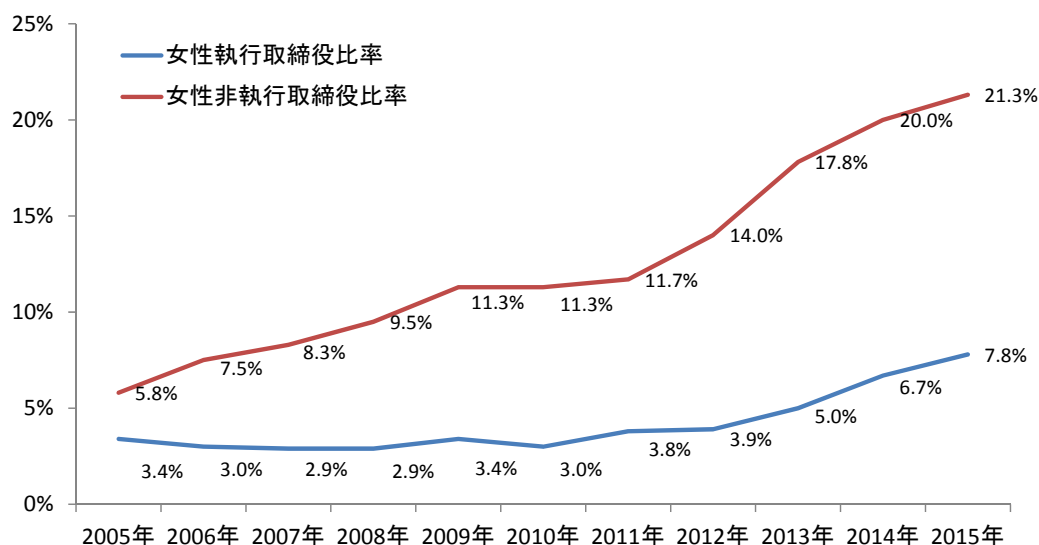
オランダ最大の年金基金である ABP も 2015 年に責任投資の推進に向けて新しい投資方針を発表した。具体的には、資金規模の面でより積極的に責任投資に取り組んでいくとともに、オランダを中心に教育関連の投資も拡大し、エンゲージメント方針も世界中の人権、セキュリティ、教育といった分野へ拡大していくとしている。また、2020 年までに温室効果ガスに関連する投資を 25% 削減するという目標も掲げている。

⑨ 女性の活躍情報の評価基準や活用状況

オランダでは、2011 年に会社法が改正され、罰則はないもののクォータ制が導入された。同法の下では、2016 年までに、大手企業における執行役員・非執行役員の比率を 30% に引き上げることが義務付けられた。各企業の取り組みにより、下記図表に示す通り、同国の女性取締役は、近年増加傾向にある。

⁴⁰ de Rechtspraak. (2015). プレスリリース
(<http://uitspraken.rechtspraak.nl/inziendocument?id=ECLI:NL:RBDHA:2015:7196&keyword=urgenda>)

図表 1-26 Euronext Amsterdam に上場しているオランダ 84 企業での女性取締役比率



(出所) TIAS School for Business and Society, “The Dutch Female Board Index 2015”

クォータ制はオランダ国内の上場企業を対象にしているが、APG や PGGM といった世界的に規模の大きい年金基金はオランダ国内株式よりもむしろ外国株式を多く保有していることから、海外企業へ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・ダイバーシティを求めている。PGGM は、2014 年には香港証券取引所のコーポレートガバナンス・コードのダイバーシティに関する改訂を ACGA (Asian Corporate Governance Association) や Eumedion を通じて支援した。この改訂により、指名委員会が取締役指名においてジェンダーを含むダイバーシティに関する方針を定めることが盛り込まれた。APG も ACGA のメンバーであり、日本を含むアジア企業に対するエンゲージメントでは女性取締役も取り上げている。

加えて、オランダにおいては、非上場企業への投資においても、女性が活躍している企業に積極的に投資する動きがみられる。その一例が、5 千万ユーロ (65.8 億円) を運用する運用機関 Karmijn Kapitaal である。同社は、女性経営者は男性と比較して資金調達の機会が限られていると考えており、女性が経営している企業への投融資によって平均を上回る投資収益を得られるという仮定の下に、投資先を選定している。具体的には、女性取締役比率が 25% 以上の企業を投資対象として、2010 年から活動している。

(4) ノルウェー

ノルウェーの ESG 投資残高は 2013 年末時点で 0.8 兆ユーロ(約 115 兆円)あり、そのうちノルウェー政府年金基金グローバル (Government Pension Fund - Global⁴¹) が 6 割程度を占めている。ノルウェーでは同基金が歴史的にも規模的にも ESG 投資を主導している。2004 年制定の倫理規定によって兵器やタバコなどに関連する非倫理的企業や環境破壊が著しい事業活動を行う企業を投資対象から除外しており、全資産で採用されている国際規範によるスクリーニングとネガティブ・スクリーニングが 1 番目と 2 番目に採用が多い ESG 投資アプローチとなっている。また、次いで多いのは、エンゲージメント／株主行動である。

女性活躍推進という観点からみれば、ノルウェー政府年金基金グローバルの運用を担う NBIM は、投資先が満たすべき国際規範の一つとして、取締役会のジェンダー・ダイバーシティを確保すべきとしている OECD のコーポレート・ガバナンス原則を採用している。

また、同国は上場企業の取締役会における女性取締役比率を 40%以上とするクォータ制を導入しており、2014 年時点の欧州各国における女性取締役比率を調査した「2014 Catalyst Census: Women Board Directors」において 1 位となっているが、クォータ制はノルウェー国内企業にしか適用されない。しかし、ノルウェー政府年金基金グローバルはノルウェー国外に投資しており、投資先企業にクォータ制は及ばないため、国際規範の遵守を求めるエンゲージメント／株主行動を通じてジェンダー・ダイバーシティを求めている。

① ノルウェー全体の資産運用市場残高と ESG 投資残高

ノルウェーの ESG 投資残高は 2013 年末時点で 0.8 兆ユーロ(約 115 兆円)あり、そのうち同国の石油・天然ガス収入の一部を積み立てているノルウェー政府年金基金グローバル (Government Pension Fund - Global) が 0.5 兆ユーロ(約 69.2 兆円⁴²)と 6 割程度を占めている。同基金は欧州最大の年金基金であり、同年の GDP が 0.5 兆ユーロ(約 61.5 兆円⁴³)であることなどと比較すると同国の経済規模と比較して巨額の資金を運用していることがわかる。また、国内経済・人口動態の変化への備えという基金の目的上、海外資産のみによる運用を行っており、そのうち 6 割と、非常に高い割合の資産を株式投資に振り向けていることから、約 8,000 銘柄、時価総額にして全世界の上場株式の 1.3%を保有している。同年金基金の資産規模拡大とともに同国の ESG 投資残高は拡大を続けている。

⁴¹ 将来財務状況が悪化した際のノルウェー国民の年金資金等として用いるために、石油や天然ガスによる国家収入を積み立てている基金で、世界最大級の政府系ファンドである。

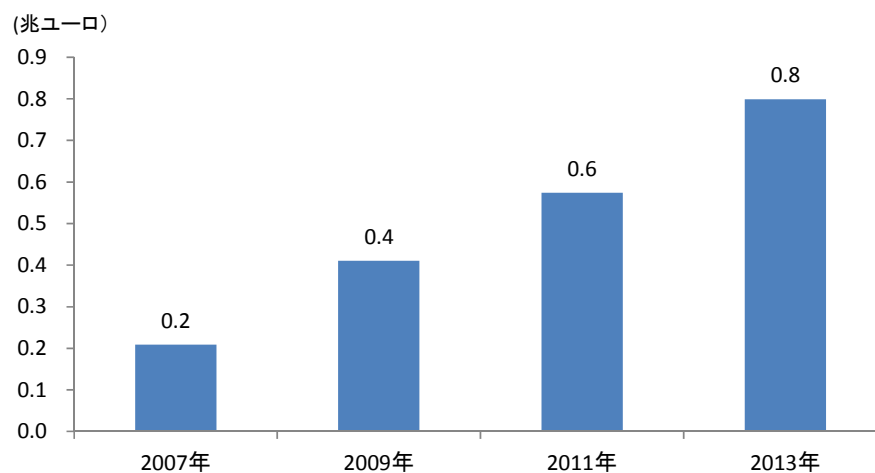
⁴² ノルウェー大使館。(2014)。「政府年金基金—グローバルの概要」の 5.0 兆ノルウェークローネを本稿で採用している 2015 年 12 月末 TTM (1 ノルウェークローネ=¥13.83、1 ユーロ=¥131.67) に基づき換算した値。

⁴³ IMF。(2015)。“World Economic Outlook Database”

(<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2015/02/weodata/index.aspx>) に基づく 0.5 兆ドルを本稿で採用している 2015 年 12 月末 TTM (1 ドル=¥120.54、1 ユーロ=¥131.67) に基づき換算した値。

ノルウェーの ESG 投資資産のほとんど全ては株式と債券である。また、非伝統的資産の比率は ESG 資産の中でごく一部であり、不動産は 2%、ヘッジファンド、ストラクチャードプロダクト(仕組み商品)、プライベートエクイティ、ベンチャーキャピタル、コモディティは ESG 資産の 1%を占めるに過ぎない。ノルウェー政府年金基金グローバルは近年不動産投資を推進する方針であり、今後は増加が見込まれる。

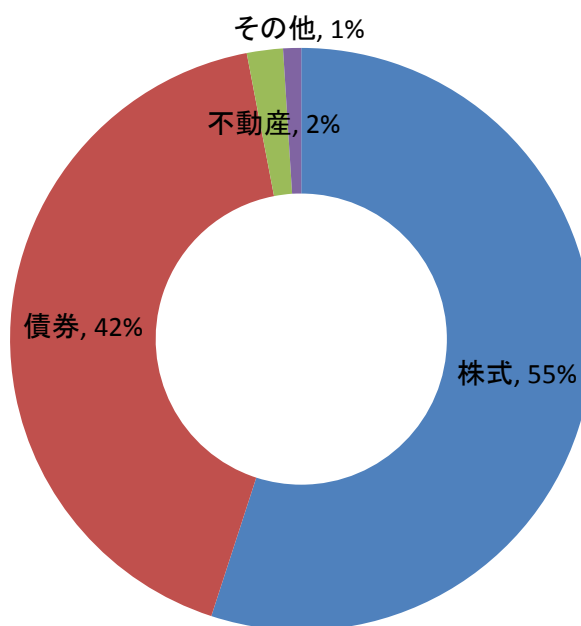
図表 1-27 ノルウェーESG 投資資産規模の推移



注: 各年12月末日時点

(出所) Eurosif, “European SRI Study 2014”他過去分

図表 1-28 ノルウェーESG 投資資産クラスの内訳



(出所) Eurosif, “European SRI Study 2014”

② ESG 投資の歴史的背景と成り立ち

ノルウェーにおいて ESG 投資は、将来に備えて石油や天然ガスによる国家収入を積み立てているノルウェー政府年金基金グローバルが資産規模面で中心となっており、加えて、運用面においても同国の ESG 投資を先導している。

ノルウェー政府年金基金グローバルは 1990 年に石油基金として設立し、1996 年に初めて外国債券による運用を開始した。1997 年、基金の運用を受託するノルウェー銀行は、株式運用の開始を提言、財務省は株式ウェイトを 40%とすることを決定した。ノルウェー銀行は運用組織として NBIM (Norges Bank Investment Management) を新規に設立し、1998 年に株式ウェイト 40%を達成した。その後、株式運用の比率は 60%まで引き上げられている。

同年金基金は 2004 年策定の倫理規定に基づく非投資リストを用いたネガティブ・スクリーニングにより ESG 投資を実践しているが、実際にはその前の、制定の検討を始めた 2002 年より対人地雷関連企業を投資先から除外している。

倫理規定は、①経済、環境、社会の持続的な発展の中で同基金の財産を将来世代のために運用し収益を確保する必要がある、②同基金は非倫理的行為などの容認しがたいリスクを伴う投資を一切行わない、という認識と目的の下に制定されている。

個別銘柄の株価に与える影響が大きい機関投資家はある程度の期間をかけて株式を売買するのが通常である。しかし、かつてノルウェー政府年金基金グローバルは、除外リストに掲載した投資対象を短い期間で売却し、株価を押し下げたことが度々みられた。2010 年頃からは除外リスト掲載前にエンゲージメントを行うようになっている。

③ ESG 投資関連法規制等のフレームワーク

個々の機関投資家に ESG 投資を促す法律は施行しておらず、企業に対して年次報告において ESG 要因の記載を義務付けているのみである。記載が義務付けられている ESG 要因は人権、労働者の権利、社会問題と環境問題と汚職対策などである。各 ESG 要因については、企業の方針、原則、実績、基準についての情報を含まなければいけない。ただし、国連グローバルコンパクトもしくは GRI に基づき報告している企業は免除される。

④ 主な ESG 投資のアプローチ(投資手法)

最大の ESG 投資家であるノルウェー政府年金基金グローバルが国際規範に基づき作成した倫理規定に当てはまる企業を投資対象から除外している。そのため、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している資産となっている。

同年金基金は、投資パフォーマンスを悪化させるリスクを低下させる目的で倫理規定を設け、投資先とすべきでない企業の条件を定めている。現在、投資対象から除外する条件は以下の通りである。

- (i) 非人道的武器生産に係る企業
- (ii) 児童労働など人権侵害を制度的に行う企業
- (iii) 戦争・紛争時の個人の権利を侵害する企業
- (iv) 深刻な環境破壊を行う企業
- (v) 悪質な贈収賄に係る企業
- (vi) その他基本的倫理概念に反する企業
- (vii) タバコを製造する企業

加えて、債券投資に際しては、国連の制裁やその他同国が支持する国際イニシアティブなどに基づき投資対象から特定国の国債を排除している。倫理規定はエンゲージメント／株主行動においても指針としている。

図表 1-29 ノルウェーにおけるアプローチ別 ESG 投資採用資産残高

(百万ユーロ)

	2011 年	2013 年	伸び率
ネガティブ・スクリーニング	550,843	797,257	45%
国際規範によるスクリーニング	550,834	798,682	45%
ポジティブ・スクリーニング／ベストインクラス	1,117	44,486	3,882%
ESG インテグレーション	23,206	94,209	306%
持続可能性テーマ投資	676	2,078	207%
エンゲージメント／株主行動	55,652	321,245	477%
合計	—	798,682	—

(出所)Eurosif, “European SRI Study 2014”

*各機関、複数のアプローチを採用しているため合計は一致しない。

⑤ 主要な ESG 投資家

大規模な運用機関は少なく、主要な ESG 投資を行っている機関投資家は、同国の ESG 投資資産残高の 6 割を占めるノルウェー政府年金基金グローバルをはじめとする資産保有者に偏っている。

図表 1-30 資産保有者

機関名	概要	運用資産残高 (2014 年末)
DNB	ノルウェー最大の金融グループであり、国内金融システムの約 3 割を占める圧倒的な地位を確立している	5,770 億 NOK (8.0 兆円)
KLP	生命保険会社で、2013 年に福島第一原子力発電事故の事故後処理の遅延を理由に東京電力株を売却したことで知られる	4,909 億 NOK (6.8 兆円)
ノルウェー政府年金 基金グローバル	ノルウェー最大の機関投資家であり、同国の石油収入を資源枯渇に備えて運用する役割を負う。運用対象は同国経済の影響を受けにくい海外資産となっている。同国の ESG 投資で主導的な役割を果たしている	64,310 億 NOK (88.9 兆円)
ノルウェー政府年金 基金ノルウェー	国内を投資対象にノルウェーの公的年金の資産を運用している	1,857 億 NOK (2.6 兆円)
ストアブランド	生命保険、投資、銀行の 3 事業を主要事業とする金融会社	5,350 億 NOK (7.4 兆円)

(出所)各種資料

⑥ 主要な ESG テーマ

④において取り上げたように、ノルウェー政府年金基金グローバルは、倫理規定の 7 条件に当てはまる企業をリスク回避の観点により投資対象から外している。HP 上には現在、67 企業が掲載されており、日本企業では日本たばこが投資対象から除外されている。代表的な企業には以下のようなものがある。

図表 1-31 ノルウェー政府年金基金グローバルにおける非投資リスト内の代表的企業

企業名	所在地	除外理由
ロッキード・マーチン	米国	核兵器製造企業
ノースロップ・グラマン	米国	核兵器製造企業
エアバス	欧州	核兵器製造企業
ボーイング	米国	核兵器製造企業
日本たばこ	日本	タバコ製造企業
フィリップ・モリス	米国	タバコ製造企業
ウォルマート	米国	人権侵害
パスコ	韓国	深刻な環境破壊
リオ・ティント	英国	深刻な環境破壊

(出所)NBIM, "Exclusion of companies"

加えて、同年金基金では気候変動、水問題、児童労働に注目してリスクが高いと思われる業種を中心に投資先企業の開示情報から調査を行い、リスクの程度を判定し投資行動に反映している。例えば、2014年には気候変動で415社、水問題で269社、児童労働で233社、計917社が調査対象となった。調査対象企業は大企業が中心で、2014年末時点の株式投資残高の25%に達する。

また、気候変動に関連するエネルギー問題解決に貢献する企業へ積極的に投資を行っている。具体的には、風力、太陽光、地熱、廃棄物による発電や、蓄電池、燃料電池車関連企業である。燃料電池車に関しては、日本企業からもトヨタ自動車と本田技研工業が挙げられている。

⑦ ESG 投資を推進する関係諸団体の活動

Norsif (Norwegian Forum for Responsible and Sustainable Investment) が ESG 投資に関する情報発信を行っている。

⑧ 最近の傾向

2015年5月、ノルウェー政府年金基金グローバルにおいて石炭関連の投資を取りやめることを発表した⁴⁴。これは国会における与野党全会一致の決定を受けたものであり、直接売却される資産は80億ドル(1.0兆円)に及ぶ。

また、同基金は同年8月には、マレーシアのパームオイル生産企業とともに韓国の大宇国際とその親会社のポスコを投資対象から除外した⁴⁵。これは、子会社の環境破壊により世界で有数の製鉄会社が本業以外のパームオイル製造により世界の株式市場において時価総額の1.3%を保有する投資家を失ったことを意味する。

⑨ 女性の活躍情報の評価基準や活用状況

ノルウェーでは、労働力不足に対応し生産性を高めるためには男女共同参画が不可欠であるという社会のコンセンサスもあり、2004年に、2008年までに上場企業の取締役会における女性取締役比率を40%以上とするクオータ制が世界で初めて導入された。クオータ制の罰則は、企業の解散を含む、世界で有数の厳しいものとなっている。対象企業の全てが常にクオータ制の基準を満たしているわけではないが、同国の主要上場企業であるOBX指数構成企業における女性取締役比率は35.5%と、2014年時点の欧州各国における女性取締役比率を調査した「2014 Catalyst Census: Women Board Directors」において1位となっている。

⁴⁴ ノルウェー政府 2015 年 5 月プレスリリース

(<https://www.regjeringen.no/en/aktuelt/the-government-pension-fund-global--investments-in-coal-companies/id2413829/>)

⁴⁵ NBIM 2015 年 8 月プレスリリース

(<http://www.nbim.no/en/transparency/news-list/2015/decision-on-exclusion-of-companies-from-the-government-pension-fund-global/>)

ノルウェーの ESG 投資の中心であるノルウェー政府年金基金グローバルは、ノルウェー国外の企業に投資しているため、投資先企業にクォータ制は及ばない。同様のジェンダー・ダイバーシティの考え方をもって海外企業に対してはエンゲージメントを行っている。実際には、ノルウェー政府年金基金グローバルの運用を担う NBIM が投資先企業へのエンゲージメントを行うが、NBIM では投資において満たすべき国際規範の一つとして OECD コーポレート・ガバナンス原則を採用しており⁴⁶、取締役会のジェンダー・ダイバーシティを確保すべき⁴⁷として、投資先企業に女性の登用を求めている。

⁴⁶ NBIM. (2016). "RESPONSIBLE INVESTMENT GOVERNMENT PENSION FUND GLOBAL REPORT/2015"

⁴⁷ OECD. (2015). "G20/OECD Principles of Corporate Governance"

(5) スウェーデン

スウェーデンの ESG 投資残高は 0.6 兆ユーロ(約 85.4 兆円)と、経済規模(GDP:0.4 兆ユーロ、約 54.3 兆円)と比較して大きい。同国では、株主が企業活動に責任を持つという社会通念があり、企業に問題がある場合には株主が批判されることが多く、公的年金が ESG に配慮した投資を行うことは、年金加入者である国民からごく自然なことであると考えられている。そのような背景から、2001 年に年金改革が行われた際、公的年金基金である AP ファンド(Allmänna Pensionsfonden、公的年金基金)⁴⁸の運用目的に環境への配慮が盛り込まれた。ESG 投資のアプローチでは、同国が批准しているオスロ条約などの国際条約に基づくネガティブ・スクリーニングが最も広く採用されており、国際規範によるスクリーニングが 2 番目となっている。また、エンゲージメント／株主行動を採用している資金は 3 番目に多くの資産で採用されている。

AP ファンドはスウェーデン国内では有数の大株主となるが、同国のコーポレート・ガバナンスの仕組みでは、機関投資家が投資先企業の指名委員を務め、取締役選任を主導することとされており、AP ファンドが大きな役割を果たしている。指名委員会では取締役会のダイバーシティ、とりわけジェンダー・ダイバーシティを重視しており、新規取締役選任において、AP ファンドは女性の選任に注力しており、AP ファンドが出席した国内企業における女性取締役比率の平均水準を上回る。

① スウェーデン全体の資産運用市場残高と ESG 投資残高

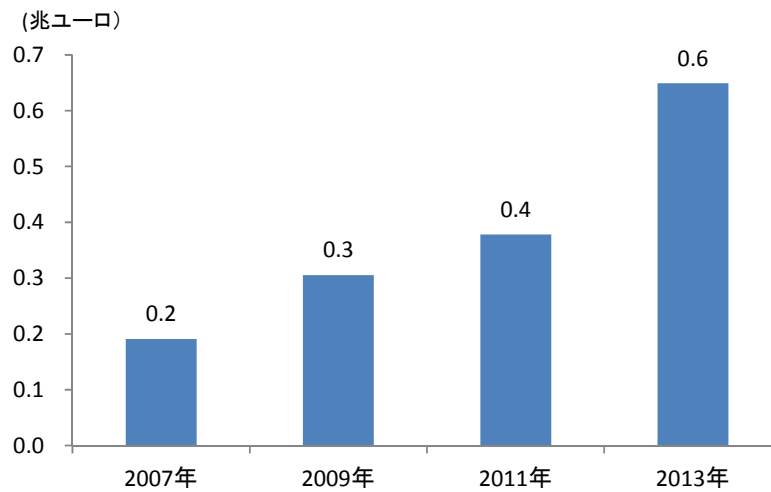
スウェーデンの ESG 投資残高は 2013 年末時点で 0.6 兆ユーロ(約 85.4 兆円)と、経済規模(同年 GDP:0.4 兆ユーロ、約 54.3 兆円⁴⁹)と比較して大きい。他国の例にもれず同国の ESG 投資資産規模は近年拡大を続けている。その背景には、同国の年金基金の多くが 2012 年のオスロ条約批准を受けてクラスター爆弾関連企業への投資を禁止していることがある。

⁴⁸ AP ファンドには AP1～AP4、AP6、AP7 が存在するが、本稿では主な資産の担い手である AP1～AP4 のみを指して用いる。AP1～AP4 は公的年金の積立金をリスク分散などを目的に 4 分の 1 ずつ運用する。AP6 は新規資金の流入がない点で他の基金と異なっている。AP7 は確定拠出年金の運用を行う。

⁴⁹ IMF “World Economic Outlook Database”

(<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2015/02/weodata/index.aspx>) の 3.8 兆スウェーデンクローネを本稿で採用している 2015 年 12 月末 TTM(1 スウェーデンクローネ=¥14.39、1 ユーロ=¥131.67)に基づき換算した値。

図表 1-32 スウェーデン ESG 投資資産規模の推移



注: 各年12月末日時点

(出所) Eurosif, “European SRI Study 2014”等過去分

② ESG 投資の歴史的背景と成り立ち

スウェーデンは元々政策的にも持続可能な社会構築を国家戦略として掲げ、国民と彼らに選ばれた政府ともに環境意識が非常に高い国である。発電量に占めるシェアは、水力が最大でその次に原子力発電が占め、温室効果ガスを排出する化石燃料による火力発電は 2%程度となっている。1980 年には、国民投票によって一時、原子力発電の全廃を決定したが、その後温室効果ガス排出のない手段による代替が難しいとして、撤回している。

現在の ESG 投資に繋がる流れは、1998 年に発表され、その後の政策決定に大きな影響を与えた持続可能な社会構築を目指す「2021 年のスウェーデン」である。同国では、株主が企業活動に責任を持つという社会通念があり、企業に問題がある場合には株主が批判されることが多い。そのため、公的年金が ESG に配慮した投資を行うことは、年金加入者である国民からごく自然なことであると考えられている。2001 年に年金改革が行われた際、公的年金基金である AP ファンドの運用目的は「リスクを低減すると同時に長期的なリターンを最大化し、それを妨げることなく環境や倫理を考慮した投資を行うこと」となった。実際の運用においては、各年金基金は国民の年金基金であることから、国民のコンセンサスが得られるよう、同国が批准している国際条約 (ILO など) に違反しない企業に投資するという基本方針を策定した。また、2012 年に同国がオスロ条約を批准したことをきっかけに公的年金基金でクラスター爆弾に関連する企業への投資を取りやめることとなった。ブルーカラー労働者の職域年金基金 AMP では、スウェーデン国家が批准している国際条約に加えて、人権・労働・環境・腐敗防止の 4 分野において企業が果たすべき責任を定めた国連グローバルコンパクト 10 原則も採用している。

③ ESG 投資関連法規制等のフレームワーク

2000 年に改正された公的年金法は、年間事業計画において AP ファンドに投資パフォーマンスと基金運営のために行う投資活動の中での環境や倫理的配慮について報告することを求めている。さらには、投資原則を開示することを義務付け、環境面、社会面で配慮する ESG を考慮した投資原則の採用、年次報告書における ESG を考慮した投資原則に基づく結果開示を義務付けている。

また、2005 年制定のコーポレートガバナンス・コードは、主要株主が参加する指名委員会を規定している。加えて、同コードは 2010 年改正で同国上場企業に対して取締役の定員や構成を検討する際に、企業は男女比率が等しくなるよう努力すべき旨を定めた。

④ 主な ESG 投資のアプローチ(投資手法)

スウェーデンが批准しているオスロ条約などの国際条約に基づくネガティブ・スクリーニングが最も広く採用されている。また、同国の ESG 投資を主導している AP ファンドは、まずエンゲージメントを行い、その後改善がみられない企業を投資対象から除外するという手法を採用している。その動きは他の機関投資家に波及し、エンゲージメント／株主行動を採用している資金は増加している。株主総会の際に役員候補を精査し、議決権行使によって積極的にコーポレート・ガバナンスを推進する動きも拡大している。

図表 1-33 スウェーデンにおけるアプローチ別 ESG 投資採用資産残高

(百万ユーロ)

	2011 年	2013 年	伸び率
ネガティブ・スクリーニング	339,754	648,348	91%
国際規範によるスクリーニング	259,346	420,718	62%
ポジティブ・スクリーニング／ベストインクラス	86,134	48,151	-44%
ESG インテグレーション	34,897	318,664	813%
サステナビリティ・テーマ投資	396	1,985	401%
エンゲージメント／株主行動	137,660	349,736	154%
合計	—	648,965	—

(出所)Eurosif, “European SRI Study 2014”

*各機関、複数のアプローチを採用しているため合計は一致しない。

⑤ 主要な ESG 投資家

AP1～AP4 の公的年金基金が資産保有者として同国の ESG 投資を主導している。持続可能な社会の構築を社会が志向していること、企業活動を正すのは株主の責任であると考えられていることもあり、同国に本拠を置く大手金融機関の多くも何らかの形で ESG 投資を採用している。

図表 1-34 資産保有者

機関名	概要	運用資産残高 (2014 年末)
AMF	ブルーカラー労働者の職域年金運用を行う生命保険会社	5,074 億 SEK (7.3 兆円)
AP1～AP4	スウェーデンの公的年金積立金の 4 分の 1 ずつを運用する基金	11,610 億 SEK (16.3 兆円)
Folksam	スウェーデンにおける大手保険グループ	376 億ユーロ (5.0 兆円)

(出所) 各種資料

図表 1-35 運用機関

機関名	概要	運用資産残高 (2014 年末)
Nordea	グループの運用機関である Nordea Fonder AB, Sweden; Nordea Investment Management AB, Sweden; Nordea Investment Funds Finland; Nordea Fondene Norge AS, Norway, Nordea Invest, Denmark が PRI に署名している。親会社のノルディア銀行はそれぞれの国の大手銀行同士の合併により誕生した北欧を中心に活動する金融グループ	1,740 億ユーロ (22.9 兆円)
Skandinaviska Enskilda Banken (SEB) AB	スウェーデンとバルト三国で活動する金融グループ	15,130 億 SEK (21.8 兆円)

(出所) 各種資料

図表 1-36 サービス業者

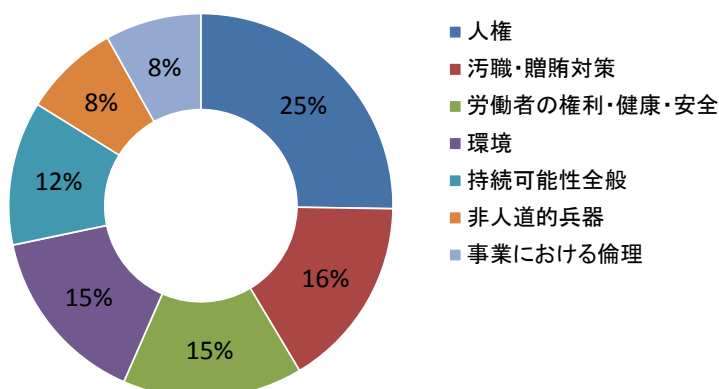
機関名	概要
Ethix SRI Advisors	主に環境・社会要因に関する情報提供を機関投資家に行っているコンサルタント会社
GES	複数の機関投資家の議決権を取りまとめて影響力を行使するエンゲージメント代行会社

(出所) 各種資料

⑥ 主要な ESG テーマ

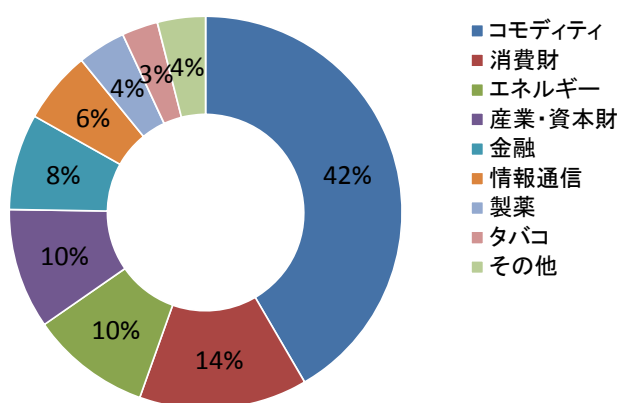
以下に示すのは、AP ファンドが共同でエンゲージメントのために運営している倫理委員会が発表している年次報告書において開示されているエンゲージメントテーマである。倫理委員会は 2014 年では 308 企業と対話を行ったとしている。最も大きなシェアを占めるのは、テーマ別では 25%を占める人権、産業別では鉱業や農林水産物を意味するコモディティが 42%となっている。

図表 1-37 AP ファンド倫理委員会におけるエンゲージメントテーマ



(出所) AP2, “COOPERATION AND ACTIVE ENGAGEMENT SWEDISH NATIONAL AP FUNDS ETHICAL COUNCIL ANNUAL REPORT 2014”

図表 1-38 AP ファンド倫理委員会におけるエンゲージメント対象企業の所属産業



(出所) AP2, “COOPERATION AND ACTIVE ENGAGEMENT SWEDISH NATIONAL AP FUNDS ETHICAL COUNCIL ANNUAL REPORT 2014”

⑦ ESG 投資を推進する関係諸団体の活動

SWE SIF (Sveriges Forum för hållbara investeringar) が ESG 投資に関する情報発信を行っている。

⑧ 最近の傾向

スウェーデンにおいては 2015 年に証券取引所ナスダック・ストックホルムが社会の持続可能性を高める目的の活動に用いる資金を調達する債券であるサステナブル・ボンドのリストを発表した⁵⁰。加えて、Wallenstam 社と Vasakronan 社がスウェーデン・クローナ建てのグリーンボンド⁵¹を発行するなどの動きがみられる。従来、グリーンボンドは世界銀行などの国際機関がグローバルで活動する投資家向けに発行するケースが多く、取引所におけるサステナブル・ボンドのリスト公表と個別企業によるグリーンボンドの自国通貨建てでの発行は、スウェーデンの市場において ESG 投資が広く受け入れられていることを示している。また、同年、AP3 が VW 社への投資を取りやめる検討に入ったことが報じられた⁵²。これは、長期的パフォーマンスの最大化という AP ファンドの目的に同社が沿わなくなった可能性があるとの判断である。

⑨ 女性の活躍情報の評価基準や活用状況

スウェーデンは、2010 年の企業での取締役の男女比を等しくすることを推奨するコーポレートガバナンス・コード改正をきっかけとして、同国株式市場における平均女性役員比率 28%という、世界有数の水準となっている。加えて、AP ファンドは取締役会のダイバーシティを重視しており、女性取締役の指名を優先課題としている。スウェーデンのコーポレート・ガバナンスの制度では、機関投資家が指名委員会に参加するため、AP ファンドは主要株主としてスウェーデン国内企業の取締役の指名に関与する。取締役の新規の指名が行われる場合には、女性取締役の登用を促す取り組みを行っている。例えば、2015 年に AP2 が指名委員会に参加した 6 企業の平均女性取締役比率は 37%となり、前年と比較して 2%増加し 28%となった市場平均を上回っている⁵³。

⁵⁰ Sustainalytics 2015 年 6 月プレスリリース

(<http://www.sustainalytics.com/nasdaq-stockholm-launch-sustainable-bond-list>)

⁵¹代替エネルギーの導入、温室効果ガス排出削減の技術開発支援、森林再生など気候変動対策を目的とする事業活動に資金用途を限定した債券。

⁵² Bloomberg 2015 年 9 月ニュース

(<http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-09-29/vw-may-be-dropped-by-swedish-national-pension-funds-amid-scandal>)

⁵³ AP2. (2015). ” Sustainability and Corporate Governance Report July 1 2014 – June 30 2015”

(6) 米国

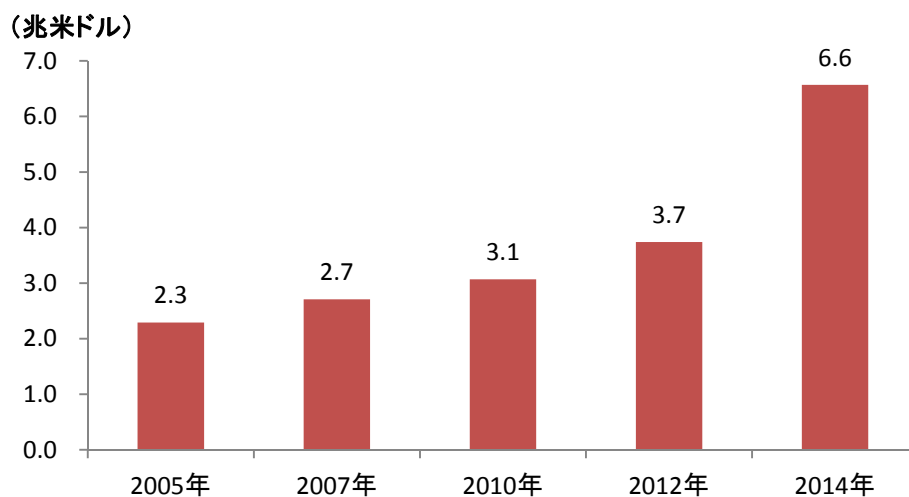
米国は、ESG 投資残高では 6.6 兆米ドル(約 792 兆円)と世界最大であり、これは米国の機関投資家による運用資産残高の約 18%を占めている。歴史的にも古くから様々な ESG 投資のアプローチが発展してきている。ESG 投資のアプローチでは、投資残高でみるとネガティブ・スクリーニング、ESG インテグレーション、エンゲージメント/株主行動が中心である。ESG に関連した株主提案や企業とのエンゲージメントでは、コーポレート・ガバナンスの分野を中心に上げられている。

機関投資家はコーポレート・ガバナンスの鍵として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、株主提案を通じて投資先企業に働きかけている。また、女性取締役比率 30%を目指すイニシアティブである The Thirty Percent Coalition (30%連合)では、機関投資家は女性取締役のいない上場企業に対して連名でレターを出すなど共同エンゲージメントを行っている。さらに、女性取締役、男女賃金格差、女性支援策など、女性活躍に関する視点で銘柄を選択するファンドやインデックスなど女性に着目する運用商品が開発されている。

① 米国全体の資産運用市場残高と ESG 投資残高

米国の ESG 投資残高は世界最大である。米国の ESG 投資業界 NPO である US SIF⁵⁴によると米国の機関投資家による運用資産残高は、2014 年時点で 36.8 兆米ドル(約 4,436 兆円)であるが、この内 ESG 投資で運用されている残高は 6.6 兆米ドル(約 792 兆円)であり、運用資産総額の約 18%を占めている。2012 年の ESG 投資残高は 3.7 兆米ドル(約 451 兆円)であり、2 年間で 76%増加した。これは運用資産総額の増加率の 11%を大きく上回っている。

図表 1-39 米国 ESG 投資残高の推移



(出所) US SIF, “US Sustainable, Responsible and Impact Investing Trends 2014”

⁵⁴ US SIF Foundation (www.ussif.org)

② ESG 投資の歴史的背景と成り立ち

米国の ESG 投資の歴史は古く、植民地時代にクエーカーやメソジストといったキリスト教プロテスタントの団体が、奴隷貿易で利するような投資を拒否したのがネガティブ・スクリーニングの始まりといわれている。その後、アルコール、タバコ、ギャンブルといった業種を投資対象から除外するネガティブ・スクリーニングが盛んになった。1960 年代、70 年代の公民権運動などの高まりから、大学、宗教団体、財団などが「社会に害を及ぼす」企業の社会的責任を強く意識するようになった。大学や財団は SRI を推進する団体として Investor Responsibility Research Center (IRRC) を設立、宗教団体は、同様の団体として Interfaith Center on Corporate Responsibility を立ち上げ、企業に社会的責任を求めた。そして、1971 年に運用機関として初めて Pax World Fund が社会的責任投資 (Social Responsible Investment 以下、SRI) ミューチュアルファンドを設定した。同ファンドは、タバコやアルコール、原子力、軍事産業を避け、労働や雇用問題を考慮するものであった。

80 年代に入ると、社会問題として南アフリカのアパルトヘイトに反対するため、南アフリカに関係するビジネスに対する不投資運動が盛んになった。この不投資運動がアパルトヘイト終焉をもたらしたとの評価を得ているため、不投資運動はタバコ産業、スーダンやイランでのビジネスへの不投資へ繋がっている。また、エクソンモービルのバルディーズ号アラスカ沖座礁事故から企業の環境責任が意識され、投資家は企業に対して、環境配慮を謳ったバルディーズ原則への署名を求めた。これは規制ではなく、企業の自主的な「原則」遵守を求めるもので、後にグローバルコンパクトや PRI に繋がっていった。このようにそれぞれ社会問題や環境問題に関する投資家の問題意識から、SRI が発達してきた。

90 年代に入ると、年金基金に議決権行使が求められるようになり、公的年金を中心にコーポレート・ガバナンスを求める声が大きくなっていった。エンロンやワールドコムが破たんすると、独立取締役や内部統制が求められるようになった。2006 年に策定された PRI は、受託者責任のある年金基金などの機関投資家に対して、投資パフォーマンス追求のために ESG を考慮すべきとした。コーポレート・ガバナンスを投資先企業に求めてきた CalPERS などの公的年金基金も、ESG インテグレーションに取り組むようになり、また近年では運用機関の多くが PRI に署名し、従来の投資プロセスに ESG を組み入れるようになっている。

③ ESG 投資関連法規制等のフレームワーク

米国における ESG 投資に関連する主な規制としては、サーベンス・オクスリー法 (SOX 法) とドッド・フランク金融改革法 (2010 年) がある。

■ サーベンス・オクスリー法 (SOX 法) (2002 年) (Public company Accounting Reform and Investor Protection Act of 2002)

エンロンやワールドコムの破たんといった会計不正事件を受けて制定された連邦法。上場企業会計改革および投資家保護法といい、企業会計・財務諸表の信頼性確保のための規定を定める。コ

ーポレート・ガバナンス改革として、CEO、CFO による財務報告に関わる内部統制システムの構築と運用、その有効性の検証を義務付け、外部監査人による内部統制監査が義務付けられた。

■ドッド・フランク金融改革法(2010 年) (Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010)

金融危機を受けて成立した連邦法で、米国では大恐慌以来の連邦法による金融規制。ESG 投資に関連するところでは、株主の権利強化などが図られた。

ESG 投資に関連する規制

(i) プロキシ・アクセス(Proxy Access)

一定の条件を満たした株主は取締役候補を指名することができ、企業は株主総会招集通知(Proxy Statement)および関連書類にその候補者名を載せなければならないというルールを SEC が導入することを認めている。

(ii) セイ・オン・ペイ(Say on Pay)

上場企業に対して少なくとも 3 年に 1 度は、役員報酬について株主による非拘束の総会議決を求めている。

(iii) 報酬格差(Pay Disparity)

上場企業に対して、CEO を除く全従業員の報酬の中央値(a)、CEO の報酬(b)、そして(a)と(b)の比率を公表するように求めている。

(iv) 天然資源採掘企業の現地政府への支払い

石油ガスや鉱物など採掘産業が、現地政府または米国政府への支払いを開示することを求めている。

(v) 炭鉱の安全

米国内で炭鉱または他の鉱山を運営する企業は、Federal Mine Safety and Health Act of 1977 に基づく警告を受けた炭鉱労働者の指名と、警告の内容とその数、炭鉱事故の数を SEC 宛財務報告書の中に記載しなければならない。

(vi) コンゴ民主共和国の紛争鉱物

米国の上場企業で、タンタラム、タングステン、スズおよび金といった金属を供給するものは、それら金属がコンゴ民主共和国由来のものでないことを確かめるために使用している方法を、報告しなければならない。

④ 主な ESG 投資のアプローチ(投資手法)

米国では、伝統的にネガティブ・スクリーニングが中心である。しかし、最近では、ESG インテグレーションが大きく増加している。2012 年から 2014 年の間で、ESG インテグレーションは 294%増加し、2014 年度ではネガティブ・スクリーニングの残高を抜いて、最も残高が大きいアプローチとなった。従来、スクリーニングなどのアプローチではファンドごとの取り組みとして数えることが多かったが、ESG インテグレーションにおいては、いわゆるメインストリームといわれる大手運用機関が、すべての運用プロセスに ESG 組み入れをすすめたことで、各運用機関の運用資産残高の総額が ESG インテグレーションとしてカウントされたためと考えられる。

このほかに残高が大きいアプローチはエンゲージメント／株主行動がある。その他の投資手法は少なく、ポジティブ・スクリーニングは 2012 年から 2014 年の間で減少している。国際規範によるスクリーニングは行っていない。

図表 1-40 米国における ESG 投資アプローチ別資産残高

(十億米ドル)

	2012 年	2014 年	伸び率
ネガティブ・スクリーニング	2,820	4,441	57%
国際規範によるスクリーニング	0	0	—
ポジティブ・スクリーニング／ベストインクラス	623	501	-20%
ESG インテグレーション	1,204	4,739	294%
持続可能性テーマ投資	0	30	—
インパクト投資	61	69	13%
エンゲージメント／株主行動	1,540	1,716	11%
合計	3,740	6,572	76%

(出所)US SIF, “US Sustainable, Responsible and Impact Investing Trends 2014”

*各機関、複数のアプローチを採用しているため合計は一致しない。

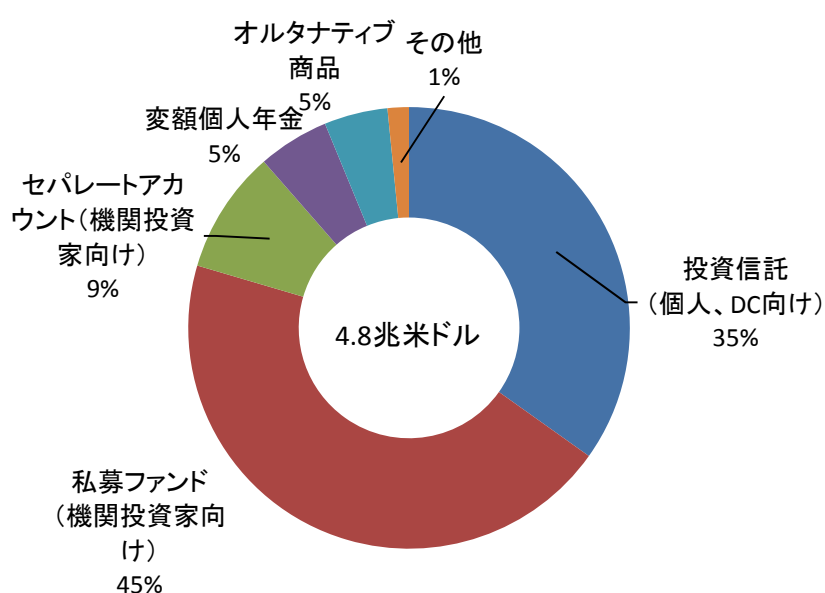
⑤ 主要な ESG 投資家

(i) 運用機関および金融機関

米国の ESG 運用では、投資信託であるミューチュアルファンドや年金基金が委託している私募ファンドが主な運用の形態となっている。その他、変額年金やヘッジファンドなどのオルタナティブ商品にも ESG を組み入れているものがある。また、ESG 考慮を投資プロセスに組み入れるだけでなく、運用機関は株主提案議案の提出も積極的に行っている(図表 1-41)。

米国の主要な運用機関は PRI に署名している。最大手の Blackrock をはじめとして、JPMorgan Asset Management、Legg Mason Investment Counsel、PIMCO、T. Row Price、UBS Global Asset Management など大手運用機関が ESG インテグレーションをすすめている。また ESG またはサステナビリティ戦略に特化した運用機関としては、Boston Common Asset Management、Calvert Investments、Domini Social Investments、Pax World Management、Trillium Asset Management などがある。

図表 1-41 米国運用機関の ESG 投資残高の運用形態別割合 (2014 年、%)

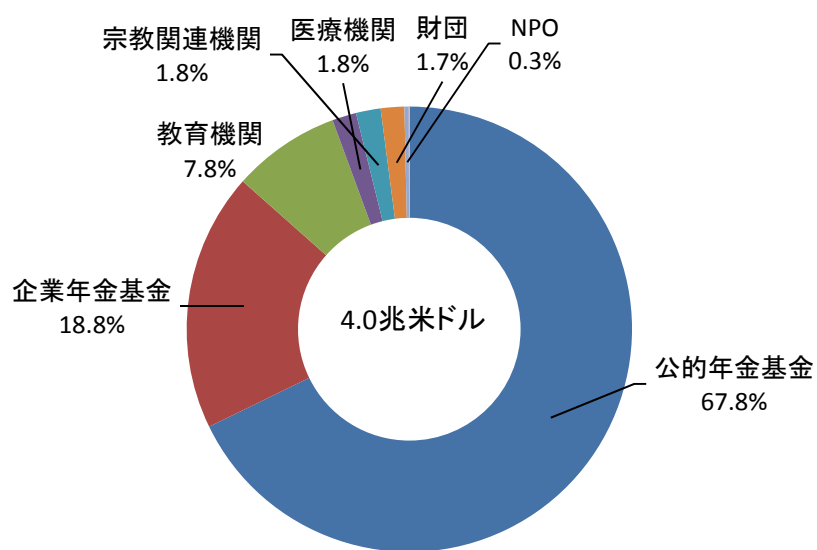


(出所) US SIF, “US Sustainable, Responsible and Impact Investing Trends 2014”

(ii) 資産保有者

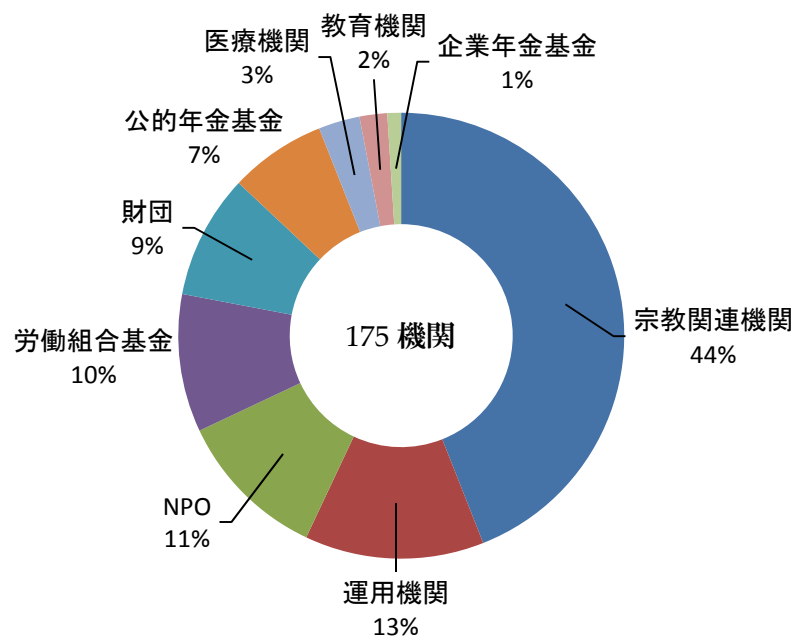
ESG を組み入れた投資の資産残高でみると、公的年金基金が約 68%を占めるが、株主提案数でみると 44%が宗教関連団体 (Faith-based Organizations) である (図表 1-42、43)。NPO や財団、労働組合基金なども資産残高でみると限られているが、株主活動は積極的であることがわかる。

図表 1-42 米国 ESG 投資残高の資産保有者のタイプ別割合 (2014 年、%)



(出所) US SIF, “US Sustainable, Responsible and Impact Investing Trends 2014”

図表 1-43 米国株主提案者の機関投資家タイプ別割合 (2012 年～2014 年、%)



(出所) US SIF, “US Sustainable, Responsible and Impact Investing Trends 2014”

⑥ 主要な ESG テーマ

(i) 運用機関の ESG インテグレーション

US SIF の調査では、運用機関が投資プロセスにおいて ESG 要因を考慮するときは、ESG それぞれ全般的に考慮していると回答する運用機関が最も多い。具体的なテーマでは、たばこやアルコールといった製品・業種へのネガティブ・スクリーニングが多い。

図表 1-44 米国運用機関が ESG インテグレーションにおいて考慮した ESG テーマのランキング
(2014 年)

ランキング	ESG テーマ	内容
1	環境全般	(環境) 特に内容を指定せず環境全般
2	社会全般	(社会) 特に内容を指定せず社会全般
3	ガバナンス全般	(ガバナンス) 特に内容を指定せずガバナンス全般
4	タバコ	(製品・業種／ネガティブ・スクリーニング)タバコの製造、販売、タバコの原材料の製造などへの投資を全部または一部回避
5	アルコール	(製品・業種／ネガティブ・スクリーニング)アルコール製品の製造、販売、アルコール飲料の原材料製造などへの投資を全部または一部回避
6	スーダン	(社会／ネガティブ・スクリーニング) スーダン政府とのビジネスや政府主導プロジェクトへ関与する企業への投資を全部または一部回避
7	防衛産業・武器	(製品・業種／ネガティブ・スクリーニング) 防衛産業、武器製造をメインビジネスとする企業への投資を全部または一部回避
8	人権問題	(社会) 社内従業員や海外取引先企業において、人権問題に関するリスクや人権への配慮を勘案
9	ギャンブル	(製品・業種／ネガティブ・スクリーニング) ギャンブルに関する製品の製造、カジノの所有、操業などのビジネスへの投資を全部または一部回避。
10	気候変動・温室効果ガス	(環境) 気候変動や、温室効果ガス排出に関するリスクと投資機会に着目

(出所) US SIF, “US Sustainable, Responsible and Impact Investing Trends 2014”

(ii) アセットオーナーの ESG インテグレーション

運用機関が ESG を全般的に取り入れているという回答が多いのに比べ、アセットオーナーは、スーダンに関する不投資が最も多くなっている。これは、公的年金基金が、州議会によるスーダン不投資決議の対応を求められていることに関係していると考えられる。上位 3 項目はいずれもネガティブ・スクリーニングの対象であり、ESG 全般についての取り組みではガバナンスが環境・社会より考慮されているという特徴がある。また、雇用機会均等・ダイバーシティについても考慮したテーマの 8 位に入っている。

図表 1-45 米国アセットオーナーが ESG インテグレーションにおいて考慮した ESG テーマのランキング (2014 年)

ランキング	ESG テーマ	内容
1	スーダン	(社会／ネガティブ・スクリーニング) スーダン政府とのビジネスや政府主導プロジェクトへ関与する企業への投資を全部または一部回避
2	テロ・弾圧政権	(社会／ネガティブ・スクリーニング) 弾圧政権やテロ支援国とのビジネスを行う企業への投資を全部または一部回避
3	タバコ	(製品・業種／ネガティブ・スクリーニング) タバコの製造、販売、タバコの原材料の製造などへの投資を全部または一部回避
4	ガバナンス全般	(ガバナンス) 特に内容を指定せずガバナンス全般
5	役員報酬	(ガバナンス) 企業分析において、企業の役員報酬の方針が理に適っており、株主の長期的な利益と一致するかみる。
6	環境全般	(環境) 特に内容を指定せず環境全般
7	社会全般	(社会) 特に内容を指定せず社会全般
8	雇用機会均等・ダイバーシティ	(社会) 企業分析において、当該企業や子会社、サプライヤーなどにおいて雇用においてダイバーシティや機会均等の方針があり実践されているかをみる。
9	気候変動・温室効果ガス	(環境) 企業分析において、気候変動や、温室効果ガス排出に関するリスクと投資機会に着目
10	労働問題	(社会) 企業分析において、従業員労働条件、安全性と健康の問題、福利厚生、労働組合や人員整理など企業の労働問題に着目

(出所) US SIF, “US Sustainable, Responsible and Impact Investing Trends 2014”

(iii)株主提案にみる主要な ESG テーマ

米国では、株主提案は拘束力のない議決であるが、投資家が投資先企業に向かって公開でメッセージを伝える機会となっている。コーポレート・ガバナンスに関するテーマでは、2012 年から 2014 年の間の株主提案で、最も多く取り上げられた議案は役員報酬に関してであった。これは役員報酬について株主が非拘束議決をする Say on Pay 議決を少なくとも3年に一度行わなければならないためである。ジェンダー・ダイバーシティを含む、取締役会のダイバーシティについても5番目に多く取り上げられている。

また、環境・社会に関するテーマでは、政治献金に関するものが最も多く、次が気候変動への対応となっている。

図表 1-46 米国株主提案議案におけるコーポレート・ガバナンスのテーマのランキング(2014 年)

ランキング	コーポレート ガバナンスのテーマ	内容
1	役員報酬	企業分析において、企業の役員報酬の方針が理に適っており、株主の長期的な利益と一致するかみる。
2	独立取締役会議長	取締役会の議長を独立要件を満たす社外取締役にする。
3	取締役の選任	多数選任ではなく、各取締役毎に過半数による選任を行う。 (多数選任の場合は、候補者数が定員以下であれば無投票当選する)
4	取締役の毎年改選	取締役選任を全員毎年行う。(1/3 ずつ改選になっていると、既存経営陣側の過半数を維持できる)
5	取締役会のダイバー シティ	取締役会のジェンダー・ダイバーシティを始めとし、経験やスキルセット、年齢など様々な多様性を確保する。

(出所)US SIF, “US Sustainable, Responsible and Impact Investing Trends 2014”

図表 1-47 米国株主提案議案における環境・社会のテーマのランキング(2014 年)

ランキング	環境・社会のテーマ	内容
1	政治資金	米国特有の課題。企業の自由な政治献金が認められたことから、政治献金の情報開示を求める株主提案が多くなされている。
2	気候変動への対応	気候変動や温室効果ガス排出の削減への対応は、ますます企業の長期的なビジネス戦略上、リスク、投資機会の両面から求められている。
3	環境問題	気候変動以外の環境問題では、水資源問題やシェールガス採掘のための水圧破砕法の環境への影響など
4	サステナビリティ報告書	サステナビリティ報告書(GRI ガイドラインに沿った環境、社会をカバーする CSR 報告書)の作成を求める。

ランキング	環境・社会のテーマ	内容
5	人権問題	従業員の人権だけでなく、ステークホルダー、すなわちサプライチェーン先の従業員や地域社会の人権を取り上げる。

(出所) US SIF, “US Sustainable, Responsible and Impact Investing Trends 2014”

⑦ ESG 投資を推進する関係諸団体の活動

米国では NPO セクターが発達しており、ESG 投資推進に関連しても多くの NPO 団体が機関投資家によって設立され、ESG 投資に関する調査、ESG 投資推進や啓蒙活動の他、共同エンゲージメントやロビー活動などを行う。米国中心のものが多く、ICGN や CDP のように国際的なネットワークになっているものもある。

図表 1-48 主な投資家団体

団体名	概要
US SIF Foundation	米国 ESG 投資の業界団体。隔年ごとに ESG 投資の状況を調査し、トレンドレポートを発行している。
Council of Institutional Investors (CII)	コーポレート・ガバナンス強化と株主権利とその保護を推進する投資家団体。
International Corporate Governance Network (ICGN)	コーポレート・ガバナンスのベストプラクティスを求める国際的な投資家のネットワーク団体。
Investor Network on Climate Risk (INCR)	気候変動リスクに対応するための投資家のネットワーク団体。
Ceres	企業の環境責任 (Ceres 原則) を求めた投資家と環境団体のネットワーク団体。INCR の事務局も務める。
CDP	旧カーボンディスクロージャープロジェクト。温室効果ガス排出情報の開示を企業に求めるイニシアティブ。企業が回答した温室効果ガス排出情報を提供している。
Interfaith Center on Corporate Responsibility (ICCR)	企業にコーポレート・ガバナンスを求める宗教系投資家のネットワーク団体。
Investor Environmental Health Network (INHN)	企業に有毒化学物質に関する方針を求める投資家のネットワーク。シェールガスの水圧破砕について取り組んでいる。
Global Impact Investing Network (GIIN)	インパクト投資を実践する投資家のためのネットワーク団体

⑧ 最近の傾向

最近、米国では化石燃料不投資運動が盛んである。地球上で開発されている原油、天然ガスや石炭などの埋蔵量を採掘して燃やした場合、温室効果ガスの大気中の濃度の安定化目標排出量 (カーボン予算) の 5 倍以上の二酸化炭素が排出されるとして、350.org などの NPO は化石燃料不

投資を促進する運動を展開している⁵⁵。こういった NPO から、公的年金や大学など機関投資家は化石燃料への不投資、すなわち採掘ビジネスを行う石油・ガス会社や石炭採掘会社への投資を止めるよう求められている。

また、石油採掘会社などが開発のために保有する油田やガス田は、もはや燃やせない燃料(座礁資産)であるとして、企業評価の再評価が必要であるとするレポートなども多く出されている。中でも、炭素排出量の比較多い石炭は、その炭素負荷が大きすぎ、もはや燃料として使用できないとして、スタンフォード大学が大手石炭採掘企業への不投資を決める⁵⁶など、石炭産業への不投資に踏み切る投資家も現れている。カリフォルニア州のブラウン知事はカリフォルニア州の公的年金基金について石炭採掘産業への不投資を求める法案に署名した⁵⁷。分散ポートフォリオを保有する機関投資家にとって、特定産業の不投資はそれほど簡単ではないが、温室効果ガス排出削減を求める NPO など周囲の声は勢いを増しており、機関投資家としても何らかの対応を求められている。

⑨ 女性の活躍情報の評価基準や活用状況

女性取締役が企業経営にダイバーシティをもたらし、企業パフォーマンスにプラスの効果をもたらすという調査結果を受けて、コーポレート・ガバナンスを重視する機関投資家は取締役会のジェンダー・ダイバーシティに着目している。また、女性活躍の視点を通して銘柄を選択するファンドやインデックスがある他、明示的に女性と謳っていないまでも ESG インテグレーションをすすめる運用戦略の中には、取締役会のジェンダー・ダイバーシティに加えて男女賃金格差、女性支援策など女性指標を銘柄選択に反映させているものがある。Catalyst など NPO は女性活躍に取り組んでいるが、そういった女性団体に加えて、企業トップ、機関投資家が協働して取り組むイニシアティブ“30%連合”では、機関投資家はグループで企業宛てレターを出状するなど共同エンゲージメントに取り組んでいる。

(i) 女性の活躍と企業パフォーマンスの調査

ビジネスにおける女性活躍を推進する NPO である Catalyst は、2004 年から 2008 年までの Fortune500 の企業の女性取締役と財務パフォーマンスを調査し、女性取締役の多い企業ほど、少ない企業より財務パフォーマンスが優れていたことを発見した⁵⁸。さらに、クレディスイスはグローバ

⁵⁵ 350.org は、地球温暖化防止を求める市民運動を進める。創設者の Bill McKibben は、米国のローリング・ストーン誌に記事、“Global Warming’s Terrifying New Math” (2012/7)を書いて注目を集めた。日本語サイト(<http://350.org/ja/>)。

⁵⁶ Stanford News (<http://news.stanford.edu/news/2014/may/divest-coal-trustees-050714.html>)

⁵⁷ Reuters ウェブニュース “Coal divestment bill passed California state legislature” (2015/9) (<http://www.reuters.com/article/us-california-divestiture-coal-idUSKCN0R226A20150902>)

⁵⁸ Catalyst (2011). “The Bottom Line: Corporate Performance and Women’s Representation on Boards (2004-2008)

ル株式でも同様の調査を行い、女性取締役が 1 人以上いる企業は、ゼロの企業より株式パフォーマンスが高く、また ROE など財務パフォーマンスも優れていることを示した⁵⁹。

これらの調査結果により、米国では女性取締役の存在が、取締役会に加えるダイバーシティの効果であると考えられている。このことから、企業のガバナンス評価の項目として、取締役会のダイバーシティ、とりわけジェンダー・ダイバーシティに注目する投資家が増えている。

(ii) 女性に着目する「ジェンダーレンズ」運用商品

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活かそうと、いわゆる“ジェンダーレンズ”を通して銘柄を選択するというアプローチを取るファンドが複数開発されている。個人富裕層向けでは、U.S. Trust が”Women and Girls Equality Strategy”を提供しており、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(ジェンダーレンズ)を通して銘柄を選んでいる。また、Morgan Stanley Wealth Management も同様の富裕層向け戦略として女性取締役が 3 人以上いる会社に投資する”Parity Portfolio”を運用している。投資信託では、Pax Ellevest Management の ”Pax Ellevest Global Women’s Index Fund”がある。この投資信託は、女性執行役員比率、女性 CFO、女性 CEO、女性エンパワメント原則への署名を基準としたジェンダースコアを考慮して銘柄を選択している。また、Barclays Bank は、女性 CEO または女性取締役比率が 25%以上の企業で構成される”Barclays Women in Leadership Total Return” インデックスとその ETN⁶⁰を設定している。

(iii) ESG インテグレーションにおける女性活躍情報の活用

他の投資信託や年金基金など機関投資家向けの私募ファンドなどで、ESG 運用を行う運用機関では、特に「ジェンダーレンズ」というラベルは付けていないものの、取締役会のジェンダー・ダイバーシティ、男女賃金格差、女性支援策など、女性活躍に関する視点を、銘柄選択の投資判断や、議決権行使方針やエンゲージメントに反映させているものがある。

(iv) 機関投資家が参加するイニシアティブ

Thirty Percent Coalition(30%連合)⁶¹は、2011 年に設立された上場企業の女性取締役比率を 30%以上にすることを目標に啓蒙活動を行うイニシアティブである。企業トップ、機関投資家、政府関係者、女性関連 NPO やアクティビストなど 80 の団体や個人など様々な立場の会員で構成され

⁵⁹ Credit Suisse Research Institute (2012). “Gender diversity and corporate performance”
同 (2014). “The CS Gender 3000: Women in Senior Management”

⁶⁰ Exchange Traded Note、指標連動証券のこと。特定の指標に連動するように作られた上場証券。

⁶¹ Thirty Percent Coalition (<http://www.30percentcoalition.org/>)

ている。中でも、CalPERS など公的年金、Calvert や Pax World といった運用機関も参加している機関投資家委員会が最も積極的に活動しており、2012 年には共同エンゲージメントとして S&P500 企業で女性取締役のいない 41 社を含む代表的な企業 168 社に対して連名で、取締役選任の際ジェンダー・ダイバーシティを考慮するように求めるレターを出した。2013 年には米国上場企業上位 1000 社の内、女性取締役のいない 127 社に再度レターを出状した。さらに、企業との建設的な対話や反応がない企業に対する株主提案の提出などを行った。このキャンペーンを経て 60 以上の上場企業で女性取締役が選任されたという。

(v) 女性活躍情報を提供する NPO

Catalyst は、ビジネスにおける女性活躍の推進を目指す NPO で、Fortune500 や S&P500 に採用されている企業の女性 CEO、女性取締役比率、世界各国の市場インデックス採用銘柄の女性取締役比率などを定期的に調査して発表する他、表彰やセミナー、また会員企業に対してコンサルティングも行っている。また、カナダでは女性取締役候補者のデータベースを管理している。前述の Fortune500 の企業の女性取締役と財務パフォーマンスを調べた調査は、機関投資家が投資先企業にジェンダー・ダイバーシティを求めるときの根拠として度々引用されている。

また、2020 Women on Board は、全米の 57 の女性団体と協働して、「取締役会の女性比率を 2020 年までに 20%にする」キャンペーンを展開しているネットワーク型の NPO で、Fortune1000 に含まれる企業の取締役会の女性比率を調査、発表している。それによると、2014 年の平均女性比率は 17.7%だったという。

(7) カナダ

カナダの ESG 投資残高は 1 兆 108 億カナダドル(約 88.1 兆円)であり、カナダの機関投資家による運用資産残高の 31%を占めている。ESG 投資は、Canada Pension Plan Investment Board(カナダ公的年金投資委員会、CPPIB)⁶²や各州の公的年金基金を中心に発展してきた。最近では、富裕層やリテール(個人)向けの投資信託にも ESG 投資が拡大してきている。ESG 投資のアプローチではエンゲージメント/株主行動の残高が最も多くなっている。次いで ESG インテグレーションが多い。

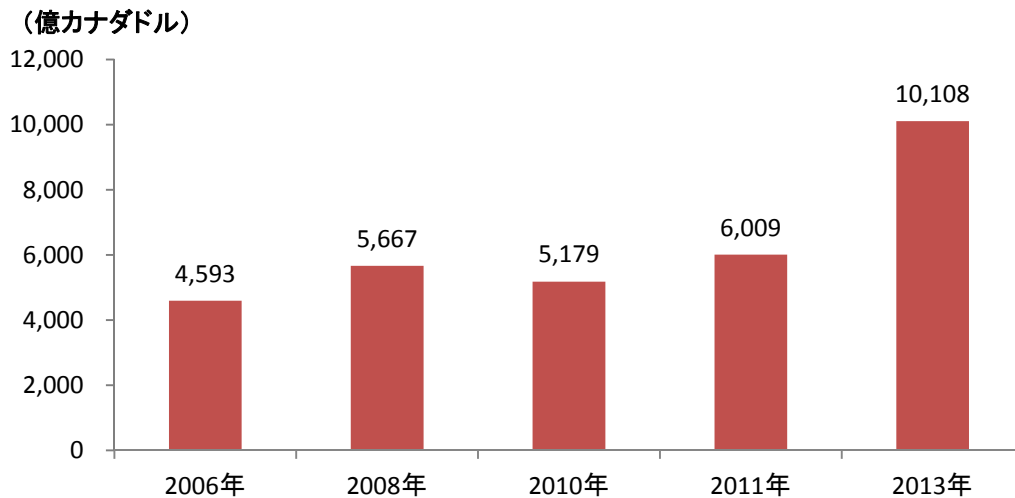
カナダでは、行政、企業、機関投資家がそれぞれ企業経営における女性の活躍促進に取り組んでいる。トロント証券取引所を管轄するオンタリオ証券委員会は証券取引法を改正し、企業に女性活躍推進関連指標の開示を求めている。これを受けて企業側も取締役会のダイバーシティ、とりわけジェンダー・ダイバーシティを推進するためのイニシアティブ、Canadian Board Diversity Council(CBDC)を立ち上げ、女性取締役候補のデータベースを作成している。また、機関投資家も Canadian Coalition for Good Governance (CCGG)を立ち上げ、コーポレート・ガバナンスの観点から取締役会のジェンダー・ダイバーシティを求めている他、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・ダイバーシティを投資先企業に求めている。

① カナダ全体の資産運用市場残高と ESG 投資残高

Responsible Investment Association(以下、RIA)によると、2013 年末の ESG 投資残高は 1 兆 108 億カナダドル(約 88.1 兆円)で、カナダの機関投資家による運用資産残高 3.2 兆カナダドル(約 278 兆円)の 31%を占めている。また、2011 年末の ESG 投資残高 6,009 億カナダドル(約 52.3 兆円)から 2 年間で 68%増加した。RIA は、増加要因として①大規模年金基金における ESG 投資採用が増えたこと、②ESG 投資に新規参入運用機関が増えたこと、③ESG 投資の認知が進むと同時に、価値観を投資に反映させる個人投資家が増加したことの 3 つを挙げている。

⁶² カナダの年金制度の 2 階建て部分にあたる国民年金(Canadian Pension Plan)の積立金を運用する。2015 年 3 月現在の運用資産残高は 2,646 億カナダドル(約 23.1 兆円)。

図表 1-49 カナダ ESG 投資残高の推移



(出所) RIA, “2015 Canadian Responsible Trends Report”

② ESG 投資の歴史的背景と成り立ち

2006 年に策定された PRI に、カナダの公的年金である Caisse de dépôt et placement du Québec (ケベック州貯蓄投資公社)、Canada Pension Plan Investment Board (カナダ公的年金投資委員会、CPPIB)、BC Investment Management Corporation (ブリティッシュ・コロンビア州投資公社、bcIMC) などが当初メンバーとして署名したことにより、カナダの ESG 投資が本格化した。特に CPPIB はカナダの国民年金の積立金運用のために 1997 年に設立されたカナダ最大の公的年金基金である⁶³。2011 年までは ESG 投資残高のほとんどがこれら公的年金基金で説明できた。しかし、最近では、これらの公的年金基金に加えて運用機関の参入が増えたことから ESG 投資残高が急増している。その背景には富裕層やリテール(個人)へ ESG 投資が浸透してきていることや、より投資に自身の価値観を反映させたいと考える個人層が増えていることがあると考えられている。

③ ESG 投資関連法規制等のフレームワーク

カナダの公的年金基金は PRI 署名を契機に ESG 投資に取り組んできたが、カナダには ESG 投資関連の法規制は存在してこなかった。しかし、2015 年のオンタリオ州の年金法改正により、ESG 投資の開示を求める条項が追加された。カナダでは連邦公務員以外は公務員や民間の年金は州法レベルに規定される。オンタリオ州は、カナダで最も人口が多い州であり、その影響力は大きく、他の州が追従することも期待されている。ただし、連邦レベルの法規制は依然存在しない⁶⁴。

⁶³ CPPIB ウェブサイト参照 (<http://cppib.com/en/home.html>)

⁶⁴ PRI, UNEP Inquiry, UN グローバルコンパクト, UNEP FI (2015), 「21 世紀の受託者責任、各国分析:カナダ」

■ オンタリオ州年金法改正(2015 年)

The Ontario Pension Benefit Act

2015 年の改正で、年金基金はその基本投資方針と実施要項に、ESG 要因を考慮しているかどうかの記載を求められることになった⁶⁵。これまで、カナダには ESG 投資に関連する法規制は全くなかったため、この法改正は大きな変化と受け止められている。これは、2000 年英国年金法改正同様、ESG 投資についての開示を求めることによるソフトな ESG 投資推進策と考えられる。この年金法は、オンタリオ州内の 8,350 以上の年金基金を規制するものであり、カナダ全体の年金基金の 40%にあたる。

④ 主な ESG 投資のアプローチ(投資手法)

アプローチ別の運用残高をみると、世界的な動向と同様に、各スクリーニングと ESG インテグレーション、エンゲージメント／株主行動が中心となっている。しかし、欧米の傾向と異なって、エンゲージメント／株主行動の運用残高が最も大きく、次いで ESG インテグレーションが大きい。

図表 1-50 カナダにおける ESG 投資アプローチ別運用残高(2013 年)

(億カナダドル)

	運用残高	合計に 占める割合
ネガティブ・スクリーニング	5,134	50.8%
国際規範によるスクリーニング	5,690	56.3%
ポジティブ・スクリーニング／ベストインクラス	29	0.3%
ESG インテグレーション	7,834	77.5%
サステナビリティ・テーマ投資	494	4.9%
インパクト投資	41	0.4%
エンゲージメント／株主行動	8,748	86.5%
合計*	10,108	

(出所) RIA, “2015 Canadian Responsible Trends Report”

*各機関、複数のアプローチを採用しているため合計は一致しない。

⁶⁵ オンタリオ政府ウェブサイト; Amendment to Regulation 909 under the Pension Benefit Act
<http://www.ontariocanada.com/registry/view.do?postingId=16584&language=en>

⑤ 主要な ESG 投資家

(i) 年金基金

年金基金の ESG 投資残高は 8,213 億カナダドル (約 71.6 兆円) であり、ESG 投資残高の 81.2% を占める。PRI 策定時からの署名機関であるケベック州貯蓄投資公社、CPPIB、bcIMC の他、Ontario Teachers' Pension Plan (オンタリオ州教職員年金) など公的年金基金、Bâtirente や Régime de retraite de la Confédération des syndicats nationaux (CSN) といった労働組合連合会系の年金基金など 21 基金が PRI に署名している。

アプローチ別の運用残高をみると、エンゲージメント／株主行動が最も多く、次いで ESG インテグレーションとなっている。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も多くの年金基金で行われている。

図表 1-51 カナダにおける年金基金の ESG アプローチ別資産残高 (2013 年)

(億カナダドル)	
アプローチ (運用手法)	運用残高
ネガティブ・スクリーニング	5,057
国際規範によるスクリーニング	5,405
ポジティブ・スクリーニング／ベストインクラス	0
ESG インテグレーション	7,039
サステナビリティ・テーマ投資	267
インパクト投資	3
エンゲージメント／株主行動	7,645
合計*	8,213

(出所) RIA, “2015 Canadian Responsible Trends Report”

*各機関、複数のアプローチを採用しているため合計は一致しない。

(ii) 運用機関

カナダの運用機関の残高は、投資信託、保険会社、富裕層、大学基金、財団、企業、年金基金や各種信託など様々な資産を反映しているが、年金の委託運用については①年金基金との重複がわかる範囲内で除いてある。従って、年金基金以外の機関投資家や富裕層、投資信託など個人向けの残高を示していると考えられる。RIA の集計方法が一定ではないため、定義上のブレも含まれているが、2013 年の ESG 投資残高は 1,917 億カナダドル (約 16.7 兆円) であり、2011 年の残高が 481 億カナダドル (約 4.2 兆円) であったことから、ここ 2 年で大幅に増加したことがわかる。そ

の理由は、RIA では、運用機関がより ESG リスクについて認識するようになり、投資プロセスに組み入れるようになったことがあると考えている。

アプローチ別の運用残高をみると、ESG インテグレーションが最も多く、次いでエンゲージメント／株主行動が多い。一方、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の運用残高は限定的であり、年金基金とは投資手法が異なる。

図表 1-52 カナダにおける運用機関の ESG アプローチ別資産残高(2013 年)

(億カナダドル)

アプローチ(運用手法)	運用残高
ネガティブ・スクリーニング	299
国際規範によるスクリーニング	485
ポジティブ・スクリーニング／ベストインクラス	177
ESG インテグレーション	1,420
サステナビリティ・テーマ投資	155
インパクト投資	5
エンゲージメント／株主行動	1,256
合計*	1,917

(出所) RIA, “2015 Canadian Responsible Trends Report”

*各機関、複数のアプローチを採用しているため合計は一致しない。

⑥ 主要な ESG テーマ

RIA のアンケートによれば、環境では最も回答の多かったのは公害／有毒物質以外、すべて地球温暖化関連となっており、機関投資家の関心の高さが伺われる。社会では人権問題、労働問題、雇用機会均等(差別禁止)／ダイバーシティなどの回答が多く、従業員やサプライチェーンにおける従業員に関連するものが大半を占めた。ガバナンスでは、取締役会と役員報酬を挙げたところが多かった。

図表 1-53 ESG 投資サーベイで回答の多かった ESG テーマ(2014 年)

ESG	ランキング	テーマ
環境	1	公害／有毒物質
	2	気候変動／温室効果ガス
	3	グリーン・ビルディング

ESG	ランキング	テーマ
	4	クリーンテック
	5	サステナブルな天然資源
	6	化石燃料不投資
社会	1	人権問題
	2	労働問題
	3	雇用機会均等(差別禁止)/ダイバーシティ
	4	テロ支援国/抑圧的政治国家
ガバナンス	1	取締役会
	2	役員報酬
	3	政治献金/ロビー活動

(出所) RIA, “2015 Canadian Responsible Trends Report”

⑦ ESG 投資を推進する関係諸団体の活動

■ Responsible Investment Association (RIA)⁶⁶

カナダの ESG 投資業界の会員制の NPO 団体で、運用機関、金融機関、投資顧問、投資コンサルタント、年金基金、リサーチ会社、個人などが会員となっている。ESG 投資のセミナーを開く他、カナダの ESG 投資の概要をまとめたトレンドレポートを隔年で出版している。また PRI Academy という ESG 投資の教育講座を開催し、修了者に RI Certificate を出している。

■ Canadian Coalition for Good Governance (CCGG)⁶⁷

カナダの機関投資家の団体で、投資先企業のコーポレート・ガバナンス向上を目的として、議決権行使やエンゲージメント方針、役員報酬や“Say on Pay”⁶⁸に関する方針などコーポレート・ガバナンスに関するベストプラクティスを公表している。年金基金や運用機関などメンバーの総資産運用残高は 3 兆カナダドルに達する。ベストプラクティスの対象企業は S&P トロント総合指数⁶⁹の構成銘柄を想定している。

⁶⁶ RIA ウェブサイト: <https://riacanada.ca/>

⁶⁷ CCGG ウェブサイト: <http://www.ccg.ca/>

⁶⁸ 役員報酬に関する拘束力のない株主決議を行うこと。カナダでは株主の要望により自主的に採用する企業もある。

⁶⁹ トロント証券取引所のインデックス、2015 年 9 月現在構成銘柄数は 242。

⑧ 最近の傾向

RIA の年金基金等アセットオーナー向けアンケートによると、今後、新規の投資商品として興味があると回答したのは、低カーボンファンドや化石燃料フリー (Fossil Fuel Free, あるいは FFF) ファンドであった。低カーボンファンドは、投資ポートフォリオの構成銘柄の合計温室効果ガス排出量が、ベンチマーク・ポートフォリオの合計排出量より低くなるようにポートフォリオが構築されているファンドを指す。化石燃料フリー (FFF) ファンドは、石油・ガス会社、石炭採掘会社など油田など化石燃料に関する資産を保有している業種を投資対象から除外したものを指す。

⑨ 女性の活躍情報の評価基準や活用状況

カナダでは、企業経営におけるジェンダー・ダイバーシティは、企業価値向上に必要であると認識されているが、現状企業における女性リーダーはまだ不足していると考えられており、規制当局、財界、機関投資家それぞれが活動している。

とりわけ、年金基金など機関投資家は、コーポレート・ガバナンス上、取締役会のジェンダー・ダイバーシティが課題であると考えており、エンゲージメント／株主行動を通じて投資先企業へ働きかけている。女性取締役の人数という結果だけでなく、そこに至るためのプロセスの確立を投資先企業に求めている。

(i) 行政からのアプローチ: オンタリオ証券取引法改正 (2014)

2014 年の時点で、カナダ FP500⁷⁰ 企業の全従業員の 48% が女性だが、取締役会では 16% に過ぎない。オンタリオ証券委員会が行った調査では、448 社の回答企業のうち 57% が取締役会に女性がおらず、53% が執行役員の女性比率が 10% 以下であると答えたという⁷¹。

このような現状を踏まえ、取締役や執行役員といった経営トップの女性の数を増やすことを目的に、カナダの中心的な資本市場であるトロント証券取引所を管轄するオンタリオ証券委員会 (OSC) は、証券法を改正し、企業に女性活躍関連指標の開示を求めた。法規制ではあるが、開示については“コンプライ・オア・エクスプレイン”アプローチが採用され、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が求められている。

図表 1-54 OSC が求めるジェンダー・ダイバーシティに関する開示項目

開示が求められる女性活躍指標

女性取締役、女性執行役員の人数

⁷⁰ フィナンシャル・ポスト紙が選ぶカナダの売上高トップ 500 社

⁷¹ オンタリオ州財務省プレスリリース:

<https://news.ontario.ca/mof/en/2014/12/increasing-gender-diversity-in-corporate-leadership.html>

開示が求められる女性活躍指標

女性取締役増加に関する取り組み方針

取締役会あるいは指名委員会における新規取締役選任プロセスにおいて女性候補を考慮しているか

取締役任期と取締役更改の仕組み

(出所) オンタリオ財務省ウェブサイト, “2014/12/2 ニュースリリース”

(ii) 企業側のイニシアティブ: Canadian Board Diversity Council (CBDC)⁷²

CBDC は、取締役の指名に広く有能な人材を求めることが、企業価値向上に結び付き、株主や顧客、従業員などステークホルダーの利益に適うという考え方に賛同したカナダ企業 56 社が集まって設立したイニシアティブである。取締役会のダイバーシティとは、業務経験や経営経験、教育、専門知識や年齢などの要素も対象であるが、様々な要素の中で特にジェンダー、民族、先住民、障害という要素に関するダイバーシティ促進を目指している。

CBDC が行った FP500 企業の取締役アンケートでは、63%がオンタリオ証券取引所の導入した“コンプライ・オア・エクスプレイン”アプローチに賛同しており、67%が女性取締役を増加させる効果があると答えている。また、FP500 企業における取締役会の女性比率を 2015 年までに 20%、2018 年までに 30%という目標をビジョンとして挙げているが、2014 年現在 17.1%⁷³であり、2001 年の 10.9%から 13 年間で 6.2%しか上昇していない。このペースで女性取締役が増加していくと仮定すると女性比率が 50%を超え、ジェンダーパリティが達成できるのは 2083 年になるという。しかし、これからの 5 年に加速していくことを予想している。その理由は、女性取締役候補となる女性執行役員経験者が増えること、職場におけるジェンダー・ダイバーシティへの理解が進むこと、オンタリオ政府とオンタリオ証券取引所が新たな“コンプライ・オア・エクスプレイン”原則を導入が予想されること、カナダ政府が 2019 年までに 30%の目標を企業に求めていること、株主である機関投資家、議決権行使アドバイザー、メディアやイニシアティブなどからのプレッシャーが強くなっていることをあげている。

このほか、CBDC の Diversity 50 という取り組みでは、ジェンダー、民族、先住民、障害に関してダイバーシティを反映した取締役候補を毎年 50 人選び、取締役候補データベースを作成、公表している。2012 年より毎年 50 人ずつの取締役候補をデータベースに追加しており、候補者は、CBDC のメンバー企業の取締役や CEO など経営トップと会食をしたり、ミーティングをする機会を得られる一方、企業は取締役候補サーチにこのデータベースを利用することができる。2015 年は

⁷² CBDC ウェブサイト: <https://www.boarddiversity.ca/>

⁷³ オンタリオ州財務省プレスリリースの数字とは調査時点が異なると考えられる。

取締役候補として新たに 42 人の女性と 8 人の男性を選んだ。2012 年のデータベース作成以来、22 人の取締役がこの中から任命された(19 人が FP500 の企業、2 人が Fortune500 の企業)⁷⁴。

(iii)機関投資家のイニシアティブ: Canadian Coalition for Good Governance (CCGG)

CCGG は、取締役会のダイバーシティはコーポレート・ガバナンスを向上させ、良きコーポレート・ガバナンスは株主価値を高めると考えている。しかし、現在でもカナダ上場企業における女性取締役は不足しており、カナダ全上場企業の女性取締役比率は 12.3% である。そのため、この女性取締役不足はコーポレート・ガバナンス上の課題であると考え、ジェンダー・ダイバーシティ方針⁷⁵を定めている。

各州の規制当局の連合組織である Canadian Securities Administrators (CSA) は、2014 年に上場企業に対して、取締役と執行役員に関するジェンダー・ダイバーシティ方針とその実施についての開示ルール (CSA ルール) を公表した。しかし、2015 年においてジェンダー・ダイバーシティ方針を開示した企業は上場企業の 14% に留まっており、65% の企業はそういった方針を定めていないことを開示していたという。このことから、CCGG は、CSA ルールをさらに進めて、上場企業に対して、CCGG ジェンダー・ダイバーシティ方針の採用を CSA が推奨することを提案している。

CCGG ジェンダー・ダイバーシティ方針は、企業のジェンダー・ダイバーシティへの取り組みのベストプラクティスを示しているが、そのポイントとしては、取締役指名の際に、広く候補者を探すプロセスを確立すること、そのプロセスを開示すること、また取締役の新旧バランスが取れた取締役会を維持するような取締役会メンバーを更改していくプロセスを確立していくことが大事だとしている。また、取締役は、執行役員経験を求められることが多い。そのため女性取締役を増やすためには、執行役員レベルの女性を増やす政策が不可欠であるということから、企業は、女性執行役員を増加させる方針もまた開示すべきであるとしている。

(iv) NPO のイニシアティブ: カタリスト・カナダ (Catalyst Canada)⁷⁶

カタリスト・カナダは 2000 年に設立した NPO で、調査や啓蒙活動を通じてビジネスにおける女性活躍を促進している。女性取締役比率の調査などレポートを発表したり、イベントを通じて啓蒙活動をする他、Catalyst Canada Honours では、カナダにおける女性活躍に貢献した人物を毎年表彰している。また、Catalyst Accord は、カナダ FP500 企業に対し女性活躍推進に関するアクションを求めるもので、現在 27 社が署名している。また、2015 年に発足した 30% Club Canada に協力している。

⁷⁴ CBDC Diversity50 ウェブサイト: <https://www.boarddiversity.ca/diversity-50>

⁷⁵ CCGG (2015) CCGG POLICY: BOARD GENDER DIVERSITY

⁷⁶ カタリスト・カナダウェブサイト: <http://www.catalyst.org/regions/canada>

(8) オーストラリア

オーストラリアの ESG 投資残高は 6,295 億豪ドル(約 55.3 兆円)で、オーストラリアの機関投資家による運用資産残高の 50%を占めている。オーストラリアでは、退職年金制度であるスーパーアニュエーションによって個人の金融資産形成が急速に進んでいる。ESG 投資はこのスーパーアニュエーションを中心に発展してきている。スーパーアニュエーションにファンドを提供する大手運用機関の多くが、全社的に ESG インテグレーションを進めている。そのため、アプローチでは ESG インテグレーションが中心である。また、SRI や倫理投資のファンドを提供するスーパーアニュエーションも多くある。そのため、どのスーパーアニュエーションに加入していても、加入者にとって ESG 投資の選択肢は身近なものである⁷⁷。

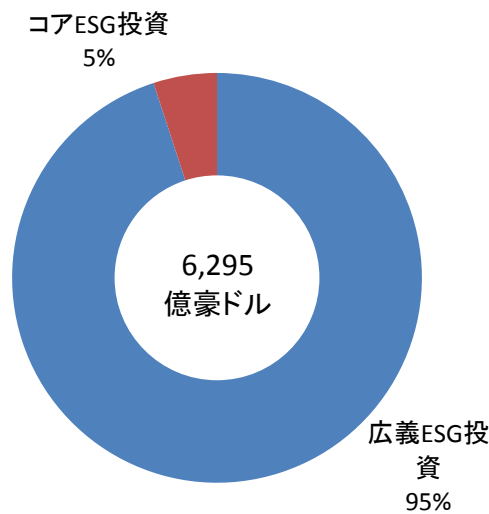
オーストラリア証券取引所は 2010 年のコーポレート・ガバナンス原則の修正で、ジェンダー・ダイバーシティに関する推奨を追加し、ダイバーシティ方針、目標設定、その進捗などの女性取締役比率など関連する KPI だけに留まらない幅広い情報開示を求めており、女性活躍の情報開示が進んでいる。さらに、オーストラリア連邦政府の機関である The Workplace Gender Equality Agency が 2012 年に設置され、オーストラリア企業にジェンダー平等指数の開示を義務付けた。このため、オーストラリアの女性のリーダーシップ推進はオーストラリア取締役協会 (Australian Institute of Company Directors, AICD) など企業側のイニシアティブが中心となっており、AICD は 30%Club Australia を立ち上げて取締役会の女性比率 30%の目標を打ち出している。一方、スーパーアニュエーションの団体である ASCI は、2014 年に改訂された ACSI コーポレートガバナンス・ガイドライン第 3 版において、状況次第では、取締役会や経営陣へのエンゲージメントが無視されるときや取締役会がジェンダー・ダイバーシティに対する明確な戦略がないときは、取締役選任に反対することを推奨している。

① オーストラリア全体の資産運用市場残高と ESG 投資残高

Responsible Investment Association Australia(以下、RIAA)では、各スクリーニング、テーマ投資およびインパクト投資を「コア ESG 投資」、ESG インテグレーションを「広義 ESG 投資」と分類している。RIAA によると、2014 年時点のオーストラリアの全運用資産 1.3 兆豪ドル(約 112 兆円)の内、約 50%が広義 ESG 投資となっている。一方、コア ESG 投資は 316 億豪ドル(約 2.8 兆円)であり、広義 ESG 投資と合わせた ESG 投資全体 6,295 億豪ドル(約 55.3 兆円)の 5%を占めている。

⁷⁷ スーパーアニュエーションは多くが確定拠出年金(DC)なので、加入者は他のスーパーアニュエーションに変更することもできる。

図表 1-55 オーストラリア ESG 投資資産の規模 (2014 年)



(出所) RIAA, “Responsible Investment Benchmark Report 2015 Australia”

② ESG 投資の歴史的背景と成り立ち

オーストラリアの ESG 投資は、スーパーアニュエーション(退職年金基金)の発展とともに拡大してきた。スーパーアニュエーションは、1993 年に導入されたオーストラリアの年金制度の 2 階部分にあたる積立年金であり、優遇税制もあってオーストラリア国民の資産形成の中心となっている。PRI 策定を機として、ESG が投資パフォーマンスに影響するのであれば、スーパーアニュエーションも受託者責任上、ESG を考慮しなければならないとする考えが広がった。スーパーアニュエーションの業界団体である Australian Council of Superannuation Investors (以下、ACSI) は、2007 年に「スーパーアニュエーションの理事会のための ESG ガイドライン」⁷⁸を発行した。その後、PRI に署名し、ESG 投資方針を策定するスーパーアニュエーションが現れ、またスーパーファンド⁷⁹を提供する運用機関も ESG 投資に取り組むようになった。

また、オーストラリアはオゾンホールの影響が大きかった国であり、国民の地球環境への関心が高い。そのため、地球温暖化問題が ESG の中でもとりわけ注目されてきた。オーストラリア政府は、2007 年に National Greenhouse and Energy Reporting Act 2007 (NGER Act) を制定し、オーストラリア企業に対して温室効果ガス排出やエネルギーの生産、消費に関する開示を求めている⁸⁰。これにより、機関投資家の間でも、投資リスクとして地球温暖化問題に関する議論が高まった。

⁷⁸ 正式名称は “A guide for superannuation trustees on the consideration of environmental, social and corporate governance risks in listed companies”

⁷⁹ スーパーファンドはスーパーアニュエーションがラインアップしている確定拠出年金用投資信託。

⁸⁰ オーストラリア政府クリーンエネルギー規制局ウェブサイト参照 (<http://www.cleanenergyregulator.gov.au/NGER>)

③ ESG 投資関連法規制等のフレームワーク

英国年金法改革と同時期に成立した金融商品改革法における ESG 投資開示要請と、2003 年以降は上場規則ともなっているコーポレート・ガバナンス原則が、オーストラリアにおける ESG 投資関連法規制であるが、いずれもコンプライ・オア・エクスプレインのソフトローの枠組みである。

■ 金融商品改革法(2001 年)

Financial Services Reform Act(FSRA)⁸¹

スーパーファンドを含むすべての投資ファンドは、ESG 要因を投資プロセスに考慮している場合は、その旨を開示することが求められた。英国年金法同様、コンプライ・オア・エクスプレイン原則で、開示を求めている。開示の内容に ESG 要因が含まれていることは、ESG を考慮することを間接的に認めていることになると解釈され、ESG 投資をソフトに推進していると理解されている。

■ コーポレート・ガバナンス原則(2003 年、改訂 2007、2010 年、最新は 2014 年 3 版)

Corporate Governance Principles and Recommendations

ASX Corporate Governance Council⁸²が作成し、オーストラリア証券取引所(ASX)の上場規則によって、上場企業は当原則の遵守状況を報告し、遵守していない場合はその事実と遵守しない理由について開示するよう求められている。

④ 主な ESG 投資のアプローチ(投資手法)

RIAA では、2013 年まではスクリーニング投資を中心としたコア ESG 投資だけが集計されていた。コア ESG 投資は合計で 2014 年は 316 億豪ドル(約 2.8 兆円)であり、昨年の 256 億豪ドル(約 2.3 兆円)から 24%増加しているが、これは運用資産全体の伸び率(15%)よりやや早いペースである。コア ESG 投資は、主にスーパーアニュエーションでは、加入者に提供するファンドのラインナップにあるスクリーニングのあるファンドや ESG テーマ投資ファンドが含まれている。

一方、2014 年度から運用機関の ESG インテグレーションが新たに「広義 ESG 投資」として集計されている。スーパーアニュエーションにスーパーファンドを提供する運用機関のうち 73 社が PRI に署名している。また、大手運用機関 10 社のうち 9 社が全社的な ESG インテグレーションを宣言している。RIAA では、これらの運用機関のうち、ESG インテグレーションが明確になっている 11 運用機関の資産運用残高を広義 ESG 投資として合計している。なお、RIAA はエンゲージメント/株主行動のアプローチについては集計していない。

⁸¹ オーストラリア政府 ComLaw ウェブサイト参照 (<https://www.comlaw.gov.au/Details/C2005C00498>)

⁸² ASX が中心となり、企業、株主、業界の諸団体でつくるコーポレート・ガバナンス原則を策定する団体。ACSI、豪公認会計士協会など 20 数団体で構成される。

図表 1-56 オーストラリアにおける ESG 投資アプローチ別資産残高

(億豪ドル)

	2013 年	2014 年	伸び率
スクリーニング(ネガティブ、ポジティブ／ベストインクラス、国際規範スクリーニングを含む)	180	213	18%
サステナビリティ・テーマ投資	61	81	33%
インパクト投資	15	21	40%
コア ESG 投資合計	256	316	23%
広義 ESG 投資 (ESG インテグレーション)	—	5,979	—
全 ESG 投資合計	—	6,295	—
エンゲージメント／株主行動	—	—	—

(出所) RIAA, “Responsible Investment Benchmark Report 2015 Australia”

*各機関、複数のアプローチを採用しているため合計は一致しない。

⑤ 主要な ESG 投資家

(i) スーパーアニュエーション

オーストラリアのスーパーアニュエーションでは、34 のスーパーアニュエーションが PRI にアセットオーナーとして署名している。スーパーアニュエーションはほとんどが確定拠出年金なので、加入者に対して様々なファンドを提供しており、下表はコア ESG 投資に含まれるファンドを提供するスーパーアニュエーションである。

図表 1-57 コア ESG 投資のファンドを提供するスーパーアニュエーション(2014 年)

Australian Catholic Superannuation and Retirement Fund	HESTA
Australian Super	LUCRF Super
Catholic Superannuation Fund	Q Super
CBUS	Statewide Super
EquipSuper	SunSuper
Future Super	

(出所) RIAA, “Responsible Investment Benchmark Report 2015 Australia”

(ii) 運用機関

広義 ESG 投資は、ESG インテグレーションを進めている運用機関の運用資産残高を表している。RIAA が、ESG インテグレーションを行っているものとして認め広義 ESG 投資に含めた運用機関は 11 社であった(図表 1-58)。ここには大手運用機関 10 社のうち 9 社までが含まれており、11 社で PRI 署名運用機関 73 社の運用資産残高合計の 50%をカバーする。

図表 1-58 オーストラリア広義 ESG 投資に分類されている運用機関(2014 年)

AMP Capital	Lend Lease Investment Management
ATI Asset Management	Perennial Investment Partners
Colonial First State Global Asset Management	Perpetual Investments
BT Financial Group	QIC
IFM Investors	Solaris Investment Management
Investa Property Group	

(出所) RIAA, “Responsible Investment Benchmark Report 2015 Australia”

⑥ 主要な ESG テーマ

スーパーアニュエーションの団体である ACSI と運用機関の団体である Financial Service Council (FSC) が共同で策定している”ESG Reporting Guide for Australian Companies”には、オーストラリア企業が開示すべき主要な ESG トピックが提示されている。

図表 1-59 ESG Reporting Guide の主要な ESG トピック(2011 年)

ESG	トピック
環境	気候変動(地球温暖化)
	環境マネジメントシステムの導入と実施状況
	環境効率性(廃棄物、水資源、エネルギー)
	その他(有毒物質、生物多様性など)
社会	職場環境の健康と安全性
	人事マネジメント
	企業の行動規範

ESG	トピック
	ステークホルダー・エンゲージメント
ガバナンス	コーポレート・ガバナンス

(出所) ACSI&FSC, "ESG Reporting Guide for Australian Companies"

また、ヘルスケア産業の大手スーパーアニュエーションである HESTA⁸³は、ESG 要因が長期的な投資リターンに重要だとし、HESTA が投資リスクと投資機会を考える上で重要だと考える具体的な ESG トピックについて例を挙げている。

図表 1-60 HESTA が挙げる重要 ESG トピックの例 (2016 年)

ESG	トピック
環境	気候変動(地球温暖化)
	温室効果ガス排出量
	生物多様性
	自然資源の枯渇
	公害とゴミ問題
社会	職場環境の健康と安全性
	人権問題
	サプライチェーンの労働基準
	高齢化社会
	地域社会
ガバナンス	取締役会構成と独立性
	役員報酬
	汚職、贈収賄
	企業倫理
	リスク・マネジメント
	透明性

(出所) HESTA ウェブサイト

⁸³ ヘルスケア、コミュニティサービス産業のスーパーアニュエーション最大手、加入者数 80 万人、運用資産残高は 320 億豪ドル(約 2.8 兆円)

⑦ ESG 投資を推進する関係諸団体の活動

ESG 投資残高を調査している RIAA の他、スーパーアニュエーションの団体である ACSI は機関投資家の立場からガバナンス原則などを策定している。IGCC は、オーストラリアとニュージーランドの気候変動に関する機関投資家のイニシアティブで、欧州の IGCC とも連携しながら活動している。

■ Responsible Investment Association Australasia (RIAA)⁸⁴

オーストラリアとニュージーランドの ESG 投資を啓蒙する NPO で、両国の ESG 投資の概要に関するレポートを毎年発行している。

■ Australian Council of Superannuation Investors (ACSI)⁸⁵

スーパーアニュエーションの業界団体で、ASCI Governance Guidelines や FSC と共同で ESG Reporting Guide を策定するなど、ESG 投資に関連して機関投資家の立場から原則や開示ガイドラインなどを策定している。

■ Investors Group on Climate Change (IGCC)⁸⁶

地球温暖化が投資パフォーマンスに影響する考えるオーストラリアとニュージーランドの投資家が協働する団体で、投資業界において地球温暖化の認知を高め、地球温暖化問題の投資の意思決定への組み入れを進める。

⑧ 最近の傾向

ESG 投資のアプローチの内、インパクト投資の残高は限られているものの、伸び率は 40% と高い(図表 1-56 参照)。インパクト投資では、マイクロファイナンスやグリーン債券に続いて、福祉事業などの成果に応じてクーポンが変動する社会インパクト債券が英国や米国で近年発行されるようになっており、オーストラリアでも 2013 年 7 月に初の社会インパクト債券 Newpin Social Benefit Bond (以下、Newpin SBB) が発行された。Newpin SBB は、期間 7 年、発行額 7 百万豪ドルの変動利付債で、調達資金はニューサウスウェールズ州の児童虐待家庭の支援プログラムに使われる。支援プログラムは州政府から委託された UnitingCare が行い、支援プログラムの成果に応じて州政府がクーポンを支払う仕組みになっている。支援プログラムの成果は、強制命令により里親に預けられた児童のいる家庭で支援プログラム参加家庭のうち、児童が親元に戻ることができた家庭の割合(再起割合)で判定される。1 年目の再起割合は 60% で、クーポンは 7.5%、2 年目は 61.58% で、

⁸⁴ RIAA ウェブサイト <http://responsibleinvestment.org/>

⁸⁵ ACSI ウェブサイト <http://www.acsi.org.au/>

⁸⁶ IGCC ウェブサイト <http://www.igcc.org.au/>

クーポンは8.922%であった。クーポンは最終的には債券期間の7年間の再起割合で調整される。最低投資単位は5万豪ドルで、富裕層の個人やスーパーファンドなど59の投資家がこの債券を購入した⁸⁷。

⑨ 女性の活躍情報の評価基準や活用状況

証券取引所を中心としてコーポレート・ガバナンス原則策定のために組織された ASX Corporate Governance Council は、2010 年にコーポレート・ガバナンス原則にジェンダー・ダイバーシティに関する推奨を追加し、ジェンダー・ダイバーシティに関する目標の設定とその進捗をアニュアル・レポートで開示すること求めた。2012 年には、The Workplace Gender Equality Act 2012 が成立、職場の男女平等を推進する行政機関である The Workplace Gender Equality Agency が設置されると共に、オーストラリア企業はジェンダー平等指数の開示を義務付けられた。行政の関与もあってか、女性のリーダーシップ推進はオーストラリア取締役協会 (Australian Institute of Company Directors、AICD) などビジネスサイドがイニシアティブの中心となっている。AICD は 2015 年に 30%Club Australia⁸⁸を立ち上げ、2018 年までに ASX200 企業の取締役会の女性比率を 30%にするというターゲットを打ち出している。

一方、機関投資家にとっても、取締役会のダイバーシティはコーポレート・ガバナンス上の重要課題のうちの 1 つであり、2014 年に改訂された ACSI コーポレート・ガバナンス・ガイドライン第 3 版では、有能でダイバーシティのある取締役会は、企業においてコーポレート・ガバナンスを良く機能させ、高い投資パフォーマンスをもたらすとしたうえで、ジェンダー・ダイバーシティは、そういった取締役会の求められているダイバーシティの 1 つであると位置付けている。ACSI も、2017 年度末までに取締役会の女性比率を 30%にするという目標を提示している。さらに、エンゲージメントや議決権行使を通じて取締役会のジェンダー・ダイバーシティを推進していくことを推奨している。

(i) コーポレート・ガバナンス原則のジェンダー・ダイバーシティに関する修正

2010 年に ASX Corporate Governance Council は、コーポレート・ガバナンス原則 (Corporate Governance Principles and Recommendations) を修正し、ジェンダー・ダイバーシティに関する推奨を追加した。

図表 1-61 ジェンダー・ダイバーシティに関する推奨 (2010 年)

推奨	開示項目
3.2	ダイバーシティ方針の策定とその開示。 ダイバーシティ方針には、取締役会にダイバーシティに関する

⁸⁷ Social venture Australia. Newpin Social Benefit Bond
(<http://www.socialventures.com.au/work/newpin-social-benefit-bond/>)

⁸⁸ 30%Club Australia ウェブサイト: <http://30percentclub.org/about/chapters/australia>

推奨	開示項目
	る計測できる目標の設定とその年次の計測、達成に向けての進捗状況報告が含まれること。
3.3	アニュアル・レポートにおいて、ジェンダー・ダイバーシティの計測可能な目標とその達成に向けての進捗を開示すること。
3.4	アニュアル・レポートにおいて、会社全体の従業員の女性比率、シニアエグゼクティブ、取締役会における女性比率を開示すること。
3.5	アニュアル・レポートにおけるコーポレートガバナンスに関する記載で、上記の開示がない場合にはその理由を説明する。 ダイバーシティ方針は一般公開情報とし、理想的にはウェブサイトを開示する。

(出所) KPMG (2013), "ASX Corporate Governance Council Principles and Recommendations on Diversity"

(ii) 行政による女性活躍 KPI の「見える化」

オーストラリア連邦政府の The Workplace Gender Equality Agency⁸⁹は、オーストラリアの職場におけるジェンダー平等を推進することを目的に The Workplace Gender Equality Act 2012 によって設立された。企業経営者へのアドバイス、支援を通じて企業のジェンダー平等を進めていく他、経営者にジェンダー平等指標 (GEI) の開示を求めている。また、業種内比較などができる GEI のベンチマークレポートを作成しており、各企業が自分の立ち位置を確認できるようになっている。

図表 1-62 WGEA が開示を求める 6 つのジェンダー平等指標 (2010 年)

ジェンダー平等指標 (Gender Equality Indicators)	
GEI 1	職場の男女比率
GEI 2	マネジメントにおける男女比率
GEI 3	報酬の男女平等性
GEI 4	従業員の柔軟な働き方の制度とその利用実績および従業員の育児や介護など家族生活を支援する制度
GEI 5	職場におけるジェンダー平等に関する問題についての従業員相談窓口
GEI 6	その他大臣が決める事項: セクシャルハラスメントや差別

(出所) WGEA ウェブサイト

⁸⁹ <https://www.wgea.gov.au/>

(iii)機関投資家が要求するジェンダー・ダイバーシティ

スーパーアニュエーションの団体である ACSI が作成している ACSI コーポレートガバナンス・ガイドラインでは、2014年に改訂となった第3版において、有能でダイバーシティのある取締役会は、企業においてコーポレート・ガバナンスを良く機能させ、高い投資パフォーマンスをもたらすとしたうえで、ジェンダー・ダイバーシティは、そういった取締役会の求められているダイバーシティの 1 つであると位置付けている。オーストラリア資本市場への期待値を鑑み、2015 年 2 月 ACSI は、2017 年度末までに取締役会の女性比率を 30%にするという目標を提示した。さらに、ケースバイケースとしながらも、取締役会や経営陣へのエンゲージメントが無視されるときや取締役会がジェンダー・ダイバーシティに対する明確な戦略がないときは、取締役選任に反対することを推奨している⁹⁰。

(iv) 女性リーダーシップを増やすイニシアティブ

オーストラリア取締役協会 (Australian Institute of Company Directors (AICD)) は、2015 年に 30%Club Australia を立ち上げ、2018 年までに S&P/ASX200 の企業の取締役会の女性比率を 30%にするという自主目標を掲げている。また、目標達成のため、1 年間のメンタリングプログラムである”Chair’s Mentoring Program”の実施や女性取締役に関する統計を報告している。それによると、2015 年 11 月現在の S&P/ASX200 企業の取締役会の女性比率は 21.5%で、2014 年の 19.3%から 2.2 ポイント上昇している。また、2015 年に新たに選任された女性取締役は 60 人で、新規に選任された取締役の 34%だった。

また、Male Champions of Change という、2010 年にオーストラリア政府性差別担当長官 (Sex Discrimination Commissioner) であった Elizabeth Broderick が設立したイニシアティブもある。公的機関の男性長官や民間事業会社の男性トップ (CEO や取締役) など男性リーダー 25 人によるグループで、女性リーダーを継続的にかつ大幅に増やすことを目指している。大企業の男性トップが、自ら率いる組織のジェンダー平等の推進にコミットメントを表明し、女性リーダー増加に説明責任を負う。アクションプランを定め、Catalyst など女性団体や WGEA などと協働しながら、様々なプログラムやイニシアティブを展開している⁹¹。

⁹⁰ ACSI (2015) “ACSI Governance Guidelines: A guide to investor expectations of listed Australian companies” 8.4 Gender diversity, Page15

⁹¹ Male Champions of Change (2014). “Progress Report 2014”

(9) 日本

日本の ESG 市場についての情報は少なく、機関投資家の状況はほぼ把握されてこなかった。そこで、本稿では、日興リサーチセンターが 2015 年に PRI に署名している日本の運用機関を対象に行った調査から得られた情報を中心にまとめる。同調査の実施期間は 2015 年 10～12 月、調査対象とした運用機関 18 機関に調査票を送付し、15 機関から有効回答を得ている。

日本の 2015 年時点の ESG 投資資産規模は 48.6 兆円となっている⁹²。同国の ESG 投資は、個人向け金融商品が主に知られており、その嚆矢は 1999 年の日興エコファンドであるとされている。現在では、2010 年以降、投資顧問業協会等の業界規制が運用機関へ議決権行使結果の開示を求めたこと、2014 年に公表された日本版スチュワードシップ・コードでエンゲージメントを機関投資家に推奨していることもあり、機関投資家によるエンゲージメント／株主行動が支配的な ESG 投資アプローチとなっている。

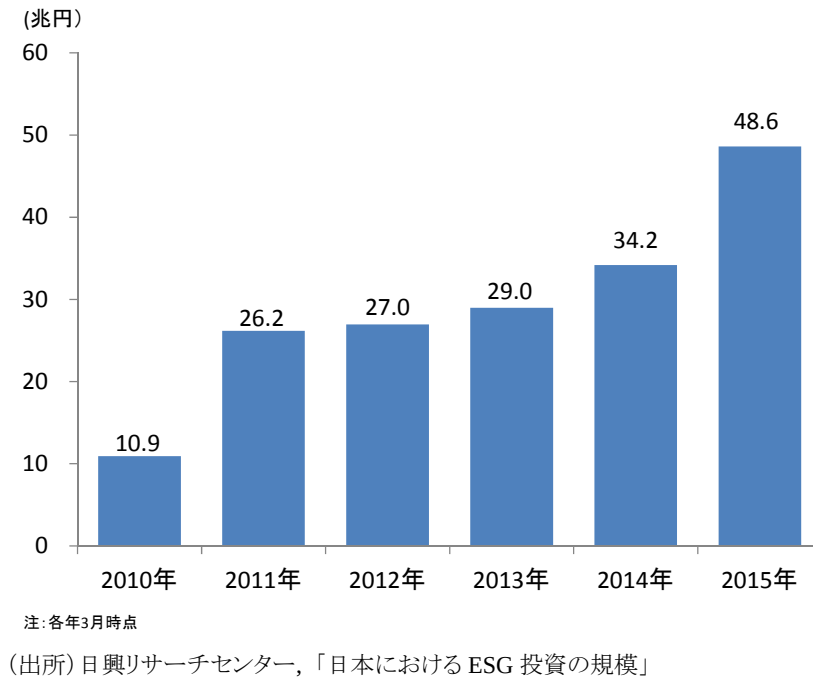
女性の活躍情報については、一定数の運用機関で評価指標の採用があった。具体的には、女性の従業員比率や管理職比率、取締役比率・人数を最も多くの運用機関が採用していた。その他にも、個人向け金融商品である公募投信にいくつか女性をテーマとしたものがみられる。

① 日本全体の資産運用市場残高と ESG 投資残高

ESG 投資の資産規模は、過去 5 年間で拡大傾向にあり、2015 年の ESG 投資資産規模は、48.6 兆円となっているものの、欧州、米国の 13.6 兆ドル(約 1,640 兆円)、6.6 兆ドル(約 792 兆円)と比較して相対的に規模は小さい。

⁹²本項で取り上げる日本の ESG 投資資産規模等は、日興リサーチセンターの調査結果に拠るものであり、「1.2.1 世界の ESG 投資」等で引用している GSIA.(2015). “Global Sustainable Investment Review 2014”の調査結果には含まれていない。

図表 1-63 日本 ESG 投資資産規模の推移



② ESG 投資の歴史的背景と成り立ち

日本の ESG 市場についての情報は少なく、2001 年から日本における ESG 投資の普及に取り組んでいる JSIF (Japan Sustainable Investment Forum: 社会的責任投資フォーラム) が公表している公募投信と社会貢献型債券の個人向け金融商品を対象とした調査結果が主要な情報源である時期が長く続いていた。その背景としては、JSIF が機関投資家を含めた数値を算出した 2009 年時点では、日本において ESG 投資という概念が広まっておらず、SRI の市場規模 0.6 兆円のうち、機関投資家に相当する年金基金は 10% 程度を占めるに過ぎなかった⁹³ため、機関投資家による ESG 投資は限定的であると考えられてきたことが指摘できる。

個人向け金融商品の中では、公募投信が社会貢献型債券よりも先に普及した。日本における最初の ESG 公募投信と言われているのは、1999 年の日興エコファンドである。その後、公募投信はテーマの幅を広げていき、2007 年には資産総額は 1 兆円を超えた。その後、金融危機による資産総額の縮小を経験した。2008 年のワクチン債に始まる社会貢献型債券の登場によりさらにテーマの幅は広がったが、危機前の水準を回復するには至らず、2015 年末の規模は 0.8 兆円に止まっている⁹⁴。

一方で、機関投資家による ESG 投資をみると、JSIF が 2009 年時点で算出した数値と、図表 1-63 に示した 2010 年の資産規模 (約 11 兆円) には大きな乖離がある。その原因としては、ESG 投

⁹³ JSIF. (2010). 「日本 SRI 年報 2009」

⁹⁴ JSIF. (2016). 「個人向け金融商品におけるサステナブル投資残高」

資アプローチの拡大と調査範囲の違いが考えられる。ESG 投資のアプローチが近年拡大を続けていることに加えて、PRI 署名機関の拡大や日本版スチュワードシップ・コードの浸透により、機関投資家において調査に協力する機運が高まっている可能性があると考えられる。

続いて、ESG 投資資産規模の推移をみると、2010 年以降拡大傾向にある。後述するが、日本の ESG 投資においてはエンゲージメント／株主行動が支配的なアプローチとなっており、2010 年以降、投資顧問業協会等の業界規制により運用機関の多くが議決権行使結果の開示を求められていることが、積極的な議決権行使を後押ししたと思われる。加えて、2014 年に公表された日本版スチュワードシップ・コードでは、エンゲージメントを機関投資家に求めており、これを受け入れる機関投資家の増加も、エンゲージメント／株主行動の拡大に影響を与えているとみられる。2 つの変化が起きた後の 2011 年と 2015 年には、ESG 投資資産の顕著な増加がみられている(図表 1-63 参照)。

③ ESG 投資関連法規制等のフレームワーク

2014 年に日本版スチュワードシップ・コードが公表された。2015 年 11 月末時点で 201 機関が受け入れを表明している。同コードは機関投資家に企業へのエンゲージメントを義務付けており、日本におけるエンゲージメントの普及・発展を促進するものと期待される。2015 年にはコーポレートガバナンス・コードが策定され、上場企業に対して独立社外取締役 2 人以上の選任が求められた。また、社内の多様性は会社の持続的成長を確保する上で強みになると認識し、女性の活用を含む社内の多様性の確保を推進するように求めている。

④ 主な ESG 投資のアプローチ(投資手法)

図表 1-64 に示すアプローチ別資産残高をみると、日本においてはエンゲージメント／株主行動が支配的なアプローチとなっている。これは、業界規制や日本版スチュワードシップ・コードを受け入れる機関投資家の増加が影響していると考えられる。欧米で主要なアプローチとなっているネガティブ・スクリーニングや ESG インテグレーションの採用が限定的なものに止まっている理由としては、例えば武器製造等に携わる企業への投融資を禁じるような法規制が存在しないことや教会基金、労働組合の影響力が強い年金基金等の ESG 投資に積極的な資産保有者が不在であることが指摘できる。

図表 1-64 日本におけるアプローチ別 ESG 投資採用資産残高

(億円)

	2013 年	2015 年	伸び率
ネガティブ・スクリーニング	3,763	27,902	641%
国際規範によるスクリーニング	0	0	—
ポジティブ・スクリーニング／ベストインクラス	268	460	72%
ESG インテグレーション	14,356	19,934	39%
持続可能性テーマ投資	802	995	24%
インパクト投資	0	0	—
エンゲージメント／株主行動	204,960	351,493	71%
合計	—	486,175	—

(出所) 日興リサーチセンター、「日本における ESG 投資の規模」

*総資産残高のみの機関も計上しているため合計は一致しない。

⑤ 主要な ESG 投資家

現時点では、日本の ESG 投資資産規模は欧米と比較して小さく、顕著な実績がある投資家が多いとは言い難い。そこで、ESG 投資に賛同した機関投資家である PRI 署名機関について、ここでは取り上げる。日本では、従来資産保有者の中で影響力が大きい年金基金の PRI 署名は限定的であったが、世界最大の年金基金である GPIF が 2015 年 9 月に署名した。運用機関においては大手運用機関の多くが投資プロセスへの ESG 要因の組み入れに賛同している。また、近年はサービスプロバイダーにおいても ESG に関する情報提供を強化する動きがみられる。

図表 1-65 資産保有者

機関名	概要	運用資産残高(特記 なければ 2014 年 3 月末)
年金積立金管理運用 独立行政法人(GPIF)	世界最大の年金基金として知られる、日本の 公的年金基金。近年 ESG 投資への取り組みを 加速している	137.5 兆円 (2015 年 3 月末)
損保ジャパン日本 興亜保険	2014 年に合併により誕生した、大手損害保険 会社。グループ会社がエコファンドの運用を行 っている	6.4 兆円
東京海上日動火災 保険	2004 年に合併により誕生した、大手損害保険 会社。グループ会社がエコファンドの運用を行 っている	7.7 兆円

(出所) 各種資料

図表 1-66 運用機関

機関名	概要	運用資産残高
DIAM アセットマネジメント	1999 年に合併により誕生した、大手資産運用会社。第一生命保険とみずほフィナンシャル・グループが株主となっている	1,416 億ドル(17.1 兆円) (2015 年 12 月末)
三菱 UFJ 信託銀行	2005 年に親会社の三菱UFJフィナンシャル・グループ設立に伴い合併により誕生した、大手信託銀行	5,550 億ドル(66.9 兆円) (2014 年 3 月末)
三井住友信託銀行	2012 年に合併により誕生した、大手信託銀行。様々なアプローチでの ESG 投資に取り組んでいる	4,227 億ドル(50.9 兆円) (2014 年 12 月末)

(出所)各種資料

図表 1-67 サービスプロバイダー

機関名	概要
エッジ・インターナショナル	ステークホルダー間の対話促進を目的として、企業の統合報告書やアニュアル・レポート作成を受託している
インテグレックス	持続可能性テーマファンドへの投資助言・情報提供を行っている。また、企業の内部統制関連のサービスも提供している
QUICK	金融情報ベンダー。近年 ESG 投資関連の情報提供を行っている

(出所)各種資料

⑥ 主要な ESG テーマ

運用機関が注目している ESG テーマ(マテリアリティ)をみると、社会的に注目を集めている分野が目立つ。環境分野では、温室効果ガス・気候変動関連やそれに繋がるエネルギー効率、廃棄物、事業の環境競争力に注目している機関が多い。社会分野では、人的資源の有効活用、労働安全、女性等マイノリティ支援、サプライチェーン等の労働環境、取引先関係の健全性を挙げる機関が多い。ガバナンス分野では、取締役会構成を重視している機関が最も多く、調査に回答した機関の半数以上であった。取締役構成は、コーポレートガバナンス・コードで取り上げられていることもあり、資産運用業界で注目されているトピックスである。取締役会構成に関して個別回答をみると、社外取締役・監査役と、監督と執行の分離等取締役会の体制に多くが注目している。また、1 機関が女性取締役を挙げている。ガバナンス分野に関するものでその他には、役員報酬、内部統制・内部通報制度関連が目立つ。

このほか、特定の ESG テーマには言及せず「当該企業の財務面に影響を与えるような要素に着目」とする運用機関もあった。これは、企業ごとに個別の ESG テーマを設定するものである。ESG 要因に基づく年次報告書作成の代表的なガイドラインである国際統合報告フレームワークにおい

て、企業ごとにマテリアリティを設定することが推奨される等、重要な ESG テーマは企業の事業特性によって異なるという考え方が、近年主流になりつつあることを反映していると考えられる。

図表 1-68 主要な ESG テーマ(マテリアリティ)

ESG 分野	マテリアリティ	機関数
環境	温室効果ガス・気候変動関連	7
	エネルギー効率	5
	廃棄物	5
	事業の環境競争力	5
	環境汚染	4
	環境関連の法的リスク	3
	生物多様性・生態系への配慮	3
	水効率	2
	紛争鉱物への関与	1
社会	人的資源の有効活用	6
	労働安全	5
	女性等マイノリティ支援	5
	サプライチェーン等の労働環境	5
	取引先関係の健全性	5
	人材育成	4
	離職率	3
	本業を通じた社会への貢献	2
	談合・カルテル防止	2
	児童労働	2
	消費者保護	2
	社会貢献等	2
	社会保障費抑制	1
ガバナンス	取締役会構成	8
	社外取締役・監査役	6
	監督と執行の分離等取締役会の体制	5
	女性取締役	1
	役員報酬	4
	内部統制・内部通報制度関連	4
	株主等ステークホルダーへの利益還元	3
	リスク・マネジメント	3
	不祥事対応	3
	経営理念・方針	3
	贈収賄・不正行為	2
	株主等ステークホルダーとの対話	2
	情報開示	2
	資本効率(ROIC)	1
	買収防衛策	1
	所有権構造	1
	後継体制	1

(出所) 日興リサーチセンター、「日本における ESG 投資の規模」

⑦ ESG 投資を推進する関係諸団体の活動

JSIF が 2001 年から活動している。その他、国内で活動している団体には官公庁が主導するものが多い。例えば、経済産業省による投資家フォーラムや、環境省による持続可能性を巡る課題を考慮した投資に関する検討会等がある。

⑧ 最近の傾向

ESG 投資で先行する諸外国では、資産保有者である年金基金が ESG 投資に取り組むことで、運用機関の ESG 投資に対する取り組みを促進してきた。年金基金は、巨額の資産を持つ資産運用業界の最終顧客であり、彼らが ESG 投資を志向することで運用機関、企業、サービスプロバイダーへの波及効果が見込めるためである。日本においても、2015 年 9 月に世界最大の公的年金の資産保有者である GPIF が UNPRI に署名した。これは、日本版スチュワードシップ・コードが規定するスチュワードシップ責任は ESG 投資の実行も含むという認識を世界最大の年金基金が示したこととなり、今後の日本の資産運用業界における ESG 投資の動向が注目される。

⑨ 女性の活躍情報の評価基準や活用状況

ESG 投資での女性活躍推進に関連した KPI をみると、女性従業員比率や女性管理職比率等、具体的な KPI を回答したのは 15 機関中 6 機関であり、ESG 投資に積極的な PRI に署名している運用機関の中では、約 4 割の機関でなんらかの女性関連の KPI を採用していることがわかった。

KPI の内訳をみると、女性従業員比率や組織内での女性のリーダーシップに関連する管理職比率、取締役比率・人数を KPI に採用している機関が最も多く、それぞれ 4 機関が回答した。そのほかには女性経営管理職⁹⁵・執行役員比率・人数を 3 機関が採用している。日本では、最も回答が多かった KPI の 1 つに女性従業員比率があった。これは、本調査で対象とした欧米諸国では、女性活躍推進に関連した KPI では女性取締役比率に集中していたことと比較すると、日本の特徴的な点といえよう。その他にも、個人向け金融商品ではあるが、企業における女性活躍情報等、女性をテーマとした公募投信がいくつか設定されている。具体的には、女性力フォーカス日本株式ファンド(インベスコ・アセット・マネジメント)、女性活力日本株ファンド(BNY メロン・アセット・マネジメント・ジャパン)、日本株式セレクトーアクティブ・ウーマン(ニッセイアセットマネジメント)、女性活躍応援ファンド(大和投資信託)、明治安田女性活躍推進ファンド(明治安田アセットマネジメント)などがある。

図表 1-69 女性関係 KPI

KPI	機関数
女性従業員比率	4
女性管理職比率	4
女性取締役比率・人数	4
女性経営管理職・執行役員比率・人数	3
育休等両立支援制度の状況	2
新卒女性採用比率	1
ダイバーシティ推進方針の有無	1
ダイバーシティ専任組織の有無	1
女性を対象とした管理職トレーニングの有無	1

(出所) 日興リサーチセンター、「日本における ESG 投資の規模」

⁹⁵ 経営者と一体的な立場にある管理職。

1.3 まとめ

本章では、最初に ESG 投資の概要を整理した後、ESG 投資が女性リーダーに関連する女性活躍情報に着目する理由と、これらの情報をどのように活用しているかをまとめた。次に世界全体及び ESG 投資の先進国である欧米各国、オーストラリア及び日本における ESG 投資の状況や機関投資家が求めている女性活躍情報およびその活用状況など様々な観点からまとめた。

投資家が ESG 投資を行う動機には、自らの価値観に照らし合わせるため(倫理投資)、投資によって社会問題を解決するため(社会的責任投資など)、長期的な投資パフォーマンスを追求するため(ESG 投資)の3つがある。こういった動機に基づき ESG 投資では様々なアプローチ(投資手法)が試みられてきた。

図表 1-70 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 |

ESG 投資の歴史は 1900 年代まで遡ることができる。1980 年代までは教会など宗教や社会運動の影響を受けた時代であったが、1990 年代になると企業の社会的責任(CSR)の概念が広まり、社会的責任投資(SRI)に年金基金など機関投資家が参入し、ESG 投資が本格化した。2000 年に入ると、英国年金法が改正されたり、国連責任投資原則(PRI)が策定されるなど、機関投資家は長期的な投資パフォーマンスのために ESG 投資に取り組むようになった。

ESG 投資において、女性の活躍は、投資パフォーマンス向上の観点から注目されている。ビジネスにおいて女性リーダーの不足は世界共通の現象であるが、ESG 投資を実践する機関投資家は、女性リーダーを増やすことは投資先企業の企業価値向上に結び付くと考えている。そのため、女性リーダー、具体的には取締役会の女性取締役比率を増加させるための取り組みが世界中で行われている。1 つはコーポレートガバナンス・コードによる要請であり、英国をはじめとした欧州各国、オーストラリアなど、多くの国のコードにおいて取締役会のジェンダー・ダイバーシティを求めて

いる。しかし、コーポレートガバナンス・コードはソフトローであり強制力はないため、女性取締役の増加スピードは緩やかであった。そのため、ノルウェーやフランスなど欧州大陸国では法的なクォータ制を導入する国もある。一方、英国で始まった30%Clubに代表されるような、機関投資家や企業による自主的な取り組みも行われ、女性取締役比率の上昇に成果を上げている。そのため、米国をはじめとして、欧州、カナダ、アジアやアラブ諸国にまで広がりをみせている。

次にESG投資の概要であるが、世界全体ではESG投資の規模は21.4兆米ドル(約2,580兆円)と推計され、資産運用残高全体の30.2%を占める。PRI署名機関も1,380機関、合計運用資産残高で59兆米ドル(約7,112兆円)となっており、ESG投資の浸透が伺われる。地域別では欧州が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。アプローチ(投資手法)別では、ネガティブ・スクリーニング、ESGインテグレーションの残高が大きく、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が、これに次いで大きい。

図表 1-71 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

ESG投資の主要なアプローチでは、欧州大陸国ではネガティブ・スクリーニングや国際規範によるスクリーニングが中心であるが、英国やカナダ、オーストラリアはESGインテグレーションが進んでいる。一方、米国はネガティブ・スクリーニングもESGインテグレーションも進んでいる。英国やカナダではESGインテグレーションに加えてエンゲージメント/株主行動の残高も大きい。日本は、エンゲージメント/株主行動の残高が大きく、スクリーニングやESGインテグレーションはあまり大きくない点が特徴的である。また、主なESG投資家は、いずれの国においても年金基金や運用機関など機関投資家である。

図表 1-72 各国のESG投資の主要なアプローチ(投資手法)と主なESG投資家

	主要なアプローチ(投資手法)	主なESG投資家
英国	エンゲージメント/株主行動 ESGインテグレーション	企業年金基金、職域年金基金 運用機関
フランス	国際規範によるスクリーニング	公的年金基金(FRR, ERAFP) 運用機関
オランダ	ネガティブ・スクリーニング	職域年金基金

	主要なアプローチ (投資手法)	主な ESG 投資家
ノルウェー	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	政府系ファンド (ノルウェー政府年金基金グローバル)
スウェーデン	ネガティブ・スクリーニング	公的年金基金 (AP ファンド)
米国	ESG インテグレーション ネガティブ・スクリーニング	公的年金基金 運用機関
カナダ	エンゲージメント／株主行動 ESG インテグレーション	公的年金基金、労働組合年金基金
オーストラリア	ESG インテグレーション	運用機関 (スーパーファンド)
日本	エンゲージメント／株主行動	運用機関

ESG 投資における女性活躍情報の活用については、機関投資家はコーポレート・ガバナンスとして取締役会のジェンダー・ダイバーシティに注目している。ダイバーシティのある取締役会は経営判断に優れ、企業価値向上に結び付くと考えているため、多くのコーポレートガバナンス・コードにおいて、取締役会のジェンダー・ダイバーシティの推進が謳われている。各国とも機関投資家は、エンゲージメント／株主行動を通じて、投資先企業に女性取締役比率の上昇を求めている。個別企業へのエンゲージメントや議決権行使などの株主行動だけでなく、機関投資家は自主的なイニシアティブに参加し、共同でジェンダー・ダイバーシティの推進に取り組んでいる。

図表 1-73 女性の活躍情報の主な評価基準や活用状況

	女性の活躍情報の 主な評価基準	機関投資家の主な活用状況	女性活躍推進の取り組み (参考)
英国	・取締役会の女性 取締役比率	エンゲージメント／株主行動 (30%Club 機関投資家ワーキング グループの共同エンゲージメント)	・コーポレートガバナンス・コード ・機関投資家や企業トップによる自 主的なイニシアティブ
フランス	・取締役会の女性 取締役比率	エンゲージメント／株主行動 (議決権行使方針へ反映)	・コーポレートガバナンス・コード ・国内クォータ制
オランダ	・取締役会の女性 取締役比率	エンゲージメント／株主行動	・コーポレートガバナンス・コード ・国内クォータ制
ノルウェー	・取締役会の女性 取締役比率	エンゲージメント／株主行動 (海外企業に対してエンゲージメン トを行っている)	・コーポレートガバナンス・コード ・国内クォータ制
スウェーデン	・取締役会の女性 取締役比率	エンゲージメント／株主行動 (国内企業の指名委員会におい て女性取締役指名を進める。海外	・コーポレートガバナンス・コード

	女性の活躍情報の 主な評価基準	機関投資家の主な活用状況	女性活躍推進の取り組み(参考)
		企業はエンゲージメントを行う)	
米国	・取締役会の女性 取締役比率 ・女性執行役員比 率など	エンゲージメント／株主行動 (個別企業のエンゲージメント、共 同エンゲージメント、株主提案な ど) 女性活躍に着目した運用商品の 運用	・機関投資家や企業トップによる自 主的なイニシアティブ
カナダ	・取締役会の女性 取締役比率	エンゲージメント／株主行動 (エンゲージメントでは女性取締役 を増やすためのプロセスの開示も 要求)	・コーポレートガバナンス・コード ・規制当局からの開示要求 ・企業の自主的なイニシアティブ
オーストラリア	取締役会の女性取 締役比率	エンゲージメント／株主行動 (エンゲージメントに加えて、議決 権行使における取締役選任での反 対も視野)	・コーポレートガバナンス・コード ・行政からの開示要求 ・企業の自主的なイニシアティブ
日本	・取締役会の女性 取締役比率 ・女性従業員比率 ・女性管理職比率	エンゲージメント／株主行動 女性活躍に着目した公募投信の 運用	・コーポレートガバナンス・コード

欧米諸国では、ほぼ女性取締役比率・人数が KPI であるのに対して、日本の女性活躍に関連した KPI では、女性従業員比率、女性管理職比率が、女性取締役比率・人数と同様に注目されていた。女性活躍に着目した公募投信がある他には ESG 投資において、どのようにこれらの KPI が活用されているかは明らかではないが、日本ではエンゲージメント／株主行動が、主要な ESG 投資のアプローチ(投資手法)であることを考えると、エンゲージメントや議決権行使方針などに反映していくのではないかと考えられる。

また、それぞれの国でやり方や主体は異なるものの、機関投資家、企業、NPO、行政といった主体が単独、または共同で、女性活躍推進に取り組んでいる。なかでも英国の 30%Club という自主的なイニシアティブでは機関投資家が積極的に関わって、成果を上げており、米国をはじめとして欧州、カナダ、アジア、アラブ諸国にまで広がっていた。日本の ESG 投資は、48.6 兆円と欧米の規模に及ばないが、今後 ESG 投資の進展と共に、機関投資家から、こういった自主的なイニシアティブへの要望も出てくると考えられる。

参考文献

- ACSI and FSC (2011). ESG Reporting Guide for Australian Companies.
- ACSI (2015). ACSI Governance Guidelines: A guide to investor expectation of listed Australian companies.
- AMUNDI (2015). SRI and impact investing
- AP2 (2015). COOPERATION AND ACTIVE ENGAGEMENT SWEDISH NATIONAL AP FUNDS ETHICAL COUNCIL ANNUAL REPORT 2014
- AP2 (2015). Sustainability and Corporate Governance Report July 1 2014 – June 30 2015
- ASX Corporate Governance Council (2014). Corporate Governance Principles and Recommendations.
- Catalyst (2014). 2014 Catalyst Census: Women Board Directors.
- CBDC (2014). 2014 Annual Report Card.
- CCGG (2015). CCGG POLICY: BOARD GENDER DIVERSITY.
- Davies M. (2011). Women on Boards.
- Dutch Association of Industry-wide Pension Funds (2007). The future has arrived.
- ERAFP (2015). Guidelines for ERAFP's shareholder engagement – 2015 version.
- Eurosif (2014). European SRI Study 2014.
- Freshfields Bruckhaus Deringer (2005). A legal framework for the integration of environmental, social and governance issues into institutional investment.
- GSIA (2015). 2014 Global Sustainable Investment Review.
- ILO, IMF, OECD, WBG (2014). Achieving stronger growth by promoting a more gender-balanced economy.
- KPMG (2013). ASX Corporate Governance Council Principles and Recommendations on Diversity.
- Male Champions of Change (2014). Progress Report 2014.
- McKinsey & Company (2012). Women Matter 2012: Making the Breakthrough.
- MSCI. (2015). WOMEN ON BOARDS GLOBAL TRENDS IN GENDER DIVERSITY ON CORPORATE BOARDS.
- NBIM (2016). RESPONSIBLE INVESTMENT GOVERNMENT PENSION FUND GLOBAL REPORT/2015.
- OECD (2015). G20/OECD Principles of Corporate Governance.

PRI (2015). PRI Brochure.

PRI, UNEP Inquiry, 国連グローバルコンパクト, UNEP FI (2015). 21 世紀の受託者責任、各国分析:カナダ. p37-42.

RIA (2015). 2015 Canadian Responsible Trends Report.

RIAA (2015). Responsible Investment Benchmark Report 2015 Australia.

TIAS School for Business and Society (2015). The Dutch Female Board Index 2015.

30%Club (2016). 30%Club information booklet.

US SIF Foundation (2014). US Sustainable, Responsible and Impact Investing Trends 2014.

英国政府 (2015). Improving the Gender Balance on British Boards: WOMEN ON BOARDS
DAVIES REVIEW FIVE YEAR SUMMARY OCTOBER 2015.

寺山 恵 (2013). これからの責任投資. 日興リサーチレビュー 2013 年 6 月号

日興リサーチセンター (2015). 企業における女性の活用および活躍促進の状況に関する調査.
日興リサーチレビュー 2016 年 2 月号

日興リサーチセンター (2016). 日本における ESG 投資の規模. 日興リサーチレビュー 2016 年
2 月号.