

ESG 投資に取り組むべきか

目 次

- | | |
|--------------------|----------------------|
| I. はじめに | III. ESG 投資に取り組む際の課題 |
| II. 関係者から見た ESG 投資 | IV. おわりに |

フェロー 隅山 正敏

要 約

I. はじめに

ESG 投資は投資リターンの獲得と ESG 問題の解決という二兎を追う。実務者としては「二兎を追う投資が投資として成り立つのか」など様々な疑問を抱えるが、ESG 投資の必要性が声高に論じられる中で疑問を言い出せない状況にある。

II. 関係者から見た ESG 投資

ESG 投資を定着させたのは「国連責任投資原則」であり、その関係者は国連、機関投資家及び金融機関である。国連は、各国政府の意見の一致を望み難い地球規模の問題を解決するために、企業や投資家に働きかけることを選び、その選択は功を奏した。機関投資家は、株主として投資先企業に働きかけること（株主活動）が長期的利益に繋がるという議論（スチュワードシップ）に後押しされ、株主活動の指針として ESG 投資に取り組んでいる。金融機関は、かつては環境汚染企業に融資していることを責められたが、近年は環境貢献企業に資金を供給する責任が議論され、経営戦略として ESG 投資に取り組んでいる。関係者は、異なる動機から ESG 投資に取り組み始めたが、参加のしやすさが裾野を広げて大きな流れを生んだこともあり、ESG 問題への貢献に向けた win-win 関係が成立している。

III. ESG 投資に取り組む際の課題

ESG 投資を投資として見ると様々なネガティブ要因が浮かび上がる。先行的にコストが発生する「コスト問題」、他の投資手法より優れていると実証できない「投資リターン問題」、投資リターンを犠牲にすることを許さない「受託者責任問題」などである。他方で、ESG 投資を多数の投資家を糾合する社会的運動として見ると、集まった投資家の数だけ影響力が高まり、ひいては「着実な投資手法」の地位を獲得する可能性も生じる。

投資家が実際に ESG 投資を開始した後にも、企業評価をどのように行うのか、投じた資金が ESG 問題の解決に本当に貢献しているのかなどの問題を抱える。巨大投資家は、自らの長期的利益を守るためにこうした課題に先陣を切って取り組んでいくことが正当化される。そうではない投資家は、「リーダー追従方式」など身の丈に合った取組みが受託者責任の観点から必要である。

IV. おわりに

冒頭に掲げた「実務者から見た疑問」に対し「疑問を氷解させる正解」はなさそうである。ただ、ESG 投資を「社会的運動」と捉えて、その流れに乗り遅れないことが重要であると言うことはできる。ESG 投資を開始する際には「身の丈に合った取組み」が受託者責任の観点から必要である。

I. はじめに

ESG 投資は、投資家はその投資活動を通じて投資先企業に働きかけ、環境（E）・社会（S）・企業統治（G）各分野で抱える問題の解決に向けて企業の取組みを後押しするものである。投資である以上、経済的リターンの獲得を目的としているものの、投資先企業に働きかけ、ひいては ESG 分野における社会的な問題の解決を図ろうとする活動（社会的運動）でもある。この二面性の中で、そうした活動が投資として成り立つのか、「他人のお金を預かる者」がそうした活動をして良いのかといった様々な疑問が湧く。ESG 投資の必要性が声高に論じられている中、こうした「実務者から見た疑問」を言い出せない状況が生まれている。関係者が ESG 投資に巻き込まれていった経緯（関係者から見た ESG 投資）を概観した上で、ESG 投資は本当に投資と言えるのか（ESG 投資に取り組む際の課題）という疑問について検討する。

II. 関係者から見た ESG 投資

ESG 投資は、2006 年 4 月に公表された「責任投資原則」において用いられ、言葉として定着した。提唱者は国際連合であり、呼びかけた相手は機関投資家であり、原則策定に尽力したのは金融機関である。これらの関係者は、それぞれ別の経緯で「責任投資原則」に辿り着いており、原則に対する立ち位置も異なる。

1. 国際連合

国際連合（国連）は、各国が単独で対応できる問題でなく各国が協力して初めて解決できる問題を取り扱う。問題を解決する手順は、①各国政府を交渉の場につかせる、②最初に基本的な考え方について合意を取り付けて「宣言」などにまとめる、③続いて拘束力を持たせる合意部分を広げて「条約」にまとめるというものであり、全員の一致と合意の積み重ねに特色がある。ところが、国連責任投資原則は、①各国政府の頭越しに投資家に働きかける、②全員一致を待つのではなく有志だけで始めるという、今までにないアプローチを採用している。新たなアプローチを採用した理由は何か。

（1）国連の ESG 取組み

国連が発足当初に取り組んだのが社会問題（人権問題）である。1948 年に世界人権宣言を取りまとめ、人種差別撤廃条約（1965 年）、女性差別撤廃条約（1979 年）、子供の権利条約（1989 年）などを成立させた。なお、強制労働・児童労働などの労働問題は、国際労働機関（ILO）が各国の法制整備を支援する形で取り組んできた¹。

環境問題については、国境を越えた酸性雨問題を発端²として 1972 年に人間環境宣言を取りまとめ、気候変動枠組条約（1992 年）、京都議定書（1997 年）、パリ協定（2015 年）などを成立させた。

企業が引き起こす問題については、私企業によるチリ大統領選介入問題（1972 年発覚）を発端とし

¹ 国際労働機関は法制整備を支援してきたが多国籍企業問題を受けて 1977 年に「多国籍企業及び社会政策に関する原則の三者宣言」を発表した。雇用、訓練、労働条件と生活条件、労使関係の 4 分野の原則を定め、政府、使用者団体、労働者団体及び多国籍企業が遵守するよう勧告した。

² 藤井良広「環境金融論」（青土社、2013 年 4 月）66 頁。

て、多国籍企業の行動を律する規範を策定すべく 1977 年に作業に着手したが、意見の対立を解消できないまま 1992 年に成案を得ることなく作業を終了した。なお、OECD は 1976 年に多国籍企業行動指針³（現ガイドライン）を公表しており、加盟国の数の多さや多様性が合意形成を難しくしていることが分かる。

これらが責任投資原則に至る「前史」となるが、①政府間交渉は 10 年単位の時間を要する、②全員一致を待つと問題解決に至らないケースが生じるといった特徴を見て取れる。なお、②の限界を打破した成功例も存在する。対地雷禁止条約を巡る政府間交渉（1992～97 年）では、有志国だけで議論を先行させて合意を積み重ね、並行して他の国に参加を働きかけて裾野を広げるアプローチ（オタワ・プロセス）がとられた。

（2）国連グローバル・コンパクト

1990 年代後半における国連と企業との関係は「没交渉」と表現できる。国連は各国政府の頭越しに個別企業にアクセスする手段を持たず、企業は多国籍企業行動規範問題以来、国連から距離を置きたいと考えていた。この状況を打破したのが「国連グローバル・コンパクト」である。検討の発端は「持続可能な開発」の実現である。途上国開発の主体が 1990 年代後半に各国政府（政府開発援助）から企業（対外直接投資）にシフトし、「持続可能な開発」実現には企業の協力が必要になった。アナン国連事務総長⁴は 1999 年 1 月のダボス会議において、持続可能な開発に向けた企業と国連のパートナーシップを提唱し、それが「グローバル・コンパクト」に結実し、2000 年 7 月に最初の署名式が開かれた。

コンパクトは、内容的には、人権・労働（社会問題）と環境という ES 分野⁵をカバーし、世界人権宣言や人間環境宣言などに掲げる普遍的な原則を列挙するに止めることで企業の取り組み易さを演出している（《図表 1》参照）。また、仕組みとしては、①企業は参加・不参加を選ぶことができ参加資格を設けない（参加の自主性）、②参加企業に対する義務付けがなく取組内容を自由に設けられる（取組の自主性）、③参加企業が好取組を共有する場を設けることで「頂点を目指す競争（race to the top）」を促進する（取組強化への誘導）という工夫がなされている（《コラム 1》参照）。

同様の仕組みを採用した先行事例がある。環境 NGO と投資家団体が組成した「環境に責任を持つ経済のための連合（セリ

《図表 1》国連グローバル・コンパクト（当初）

1. 人権の保護を支持し尊重する
2. 人権侵害に加担しない
3. 労働組合結成の自由と団体交渉権を実効あるものとする
4. あらゆる種類の強制労働を排除する
5. 児童労働を実効的に廃止する
6. 雇用と職業に関する差別を排除する
7. 環境問題への予防的アプローチを支持する
8. 環境に対し一層の責任を担うためのイニシアティブをとる
9. 環境を守る技術の開発と普及を促進する

（出典）SOMPO 未来研究所作成

³ OECD は、ニクソンショック（1971 年 8 月）による為替相場の混乱を多国籍企業の「資金逃避」が増幅させたことを契機として行動指針の検討を開始した。福田博「多国籍企業の行動指針」（時事通信社、1976 年 12 月）26 頁。

⁴ アナン事務総長は企業との対話を重視しダボス会議に欠かさず出席している。就任直後の 1997 年 2 月の演説で途上国への資金の流れが民間主導になったことを指摘し、企業との密接な連携の必要性を強調した。1999 年 1 月の演説で「共有された価値と主義に基づく盟約（コンパクト）」を提唱し、グローバル・コンパクトとして結実させた。

⁵ 2004 年 6 月に「原則 10：腐敗防止」が加わり、現在は ESG の 3 分野をカバーする。

ーズ⁶⁾」が1989年9月に策定した「バルディーズ原則⁷⁾ (現シリーズ原則)」であり、企業に対して原則署名と自主的な取組みを働きかけ、署名企業を投資面で支援した。

《コラム1》規制と自主的取組み

法律を始めとする規制は、一般的に、対象者に対して一定の行為を義務付け、逆に一定の行為を禁止し、これらの義務に違反したときは制裁を科す。これに対して、責任投資原則は、参加面でも取組面でも自主性に委ねている。この2つのアプローチを比較⁸⁾すると、①規制が「遵守すべき最低水準」を示し、自主的取組みは「最善慣行」を表わす、②規制導入には関係者の合意が必要だが、自主的取組みは有志だけで始めることができる、③規制は問題解決の方法論が見えないと導入できないが、自主的取組みは取組みを重ねて方法論に辿り着くケースにも導入できる、④規制を進化させるのは難事業だが、自主的取組みは常に「最善」が更新されて進化するという対比が可能である。

(3) 国連責任投資原則

企業に ESG 取組みを求める「グローバル・コンパクト」に対し、投資家に企業取組みの後押しを求めるのが「責任投資原則」であり、両者は表裏の関係にある。責任投資原則の発端は、アナン事務総長が2005年1月に、ノルウェー政府年金基金、カリフォルニア州職員退職年金基金（カルパース）など21の機関投資家に問題を提起したことに遡る。アナン氏は、投資家が短期的なリターンを追い求める限り、企業が目先のコスト要因となる気候変動問題に取り組む筈がない、その意味で地球の将来は投資家の掌中にあると投げかけた⁹⁾。これら21団体の代表者に資産運用業界・国際機関・市民社会の専門家約70人が加わって「責任投資原則」を策定¹⁰⁾し、2006年4月に最初の署名式が開かれた。

責任投資原則は、特に定義を付すことなく「ESG問題 (ESG issues)」というキー概念を用いて、投資方針や保有方針に ESG 問題を組み入れること、投資先企業に ESG 問題に係る情報開示を求めることなどを投資家に求める（《図表2》参照）。ESG問題に定義を付さないことにより、様々な取組みを許容し、投資家が参加し易い状況を作り出している。また、参加の自主性、取組の自主性、取組強化への誘導に関しては、グローバル・コンパクトの枠組みを踏襲している。

《図表2》国連責任投資原則

1. 投資分析と意思決定のプロセスにESG問題を組み入れる
2. 活動的な所有者となり所有方針・慣行にESG問題を組み入れる
3. 投資先企業によるESG問題の適切な開示を求める
4. 資産運用業界に原則の受入・実行を働きかける
5. 原則実行の効果を高めるために協働する
6. 原則実行に係る活動・進捗状況を報告する

(出典) SOMPO 未来研究所作成

⁶⁾ 英語では Coalition for Environmentally Responsible Economies と表記され、CERES と略される。

⁷⁾ エクソン社タンカー・バルディーズ号が1989年3月にアラスカ沖で座礁し、流出した原油が深刻な環境被害をもたらした。事故を受けて策定されたバルディーズ原則は生物圏の保護、自然資源の持続可能な使用、廃棄物の削減と処分、エネルギーの節約など10か条を定める。原則普及に向けたアプローチにつき上田俊昭「社会監査と環境問題」(現代監査、1991年5月)66頁。

⁸⁾ 三浦聡「国連グローバル・コンパクト」(ジュリスト1254号、2003年10月)112頁は規制アプローチと討議アプローチと名付けて比較を行っている。

⁹⁾ アナン事務総長が投資家に投げかけた問題意識につき末吉竹二郎「温暖化がもたらす新しい国際競争」(土地総合研究所講演録、2010年6月)。

¹⁰⁾ 責任投資原則の策定プロセスにつき物江陽子「国連責任投資原則」(大和総研、2015年12月)1頁。

(4) 小括

地球規模のインパクトを持つ問題について物事を決定し管理する枠組みを「グローバル・ガバナンス」と称して議論されている¹¹。ガバナンスの構造という視点を借りると、国連レベルでは各国間の意見の対立が、各国レベルでは国民（企業・個人）間の意見の対立が、各レベルでの意思決定を困難にしている。各国間の意見の対立をいきなり解消していくことは困難であるが、国民間の意見の対立を先ず解きほぐすことができれば、各国間に妥協の余地が生まれる。抵抗勢力となることの多い「企業」を先ず動かせば、国内意見の集約が進み、ひいては政府間の意見の集約も可能になる。こうした発想法が、グローバル・コンパクトや責任投資原則の背景にあるように思われる。

2. 機関投資家

アナン事務総長が責任投資原則策定を働きかけた相手は「機関投資家」であり、中でも年金基金である（上記1（3）参照）。勿論、年金基金が資本市場における最大のアセットオーナーであり、資本市場に対する影響力が大きいことに着目した訳だが、年金基金が投資活動・株主活動（投資後の株主としての活動）を活発化させていたことも遠因となっている。

(1) 投資後の株主活動

従来の年金基金は、好調企業の株式を買い、不調企業の株式を売るという投資行動（ウォールストリート・ルールと呼ばれる）を基本とし、株主権を行使して投資先企業に働きかけるといった株主活動を避けてきた。しかし、資産規模が大きくなると¹²、株式売却もその規模を増し、自らの株式売却が株価を引き下げて自らの首を絞めるようになった。不調企業に対して株式売却（売り逃げ）で対処できなくなった年金基金は、株主権を行使して業績改善を働きかけるしか手立てがなくなった。この時期、米労働省は1988年に年金基金が株主権の行使についても責任を負うことを明らかにした¹³。また、敵対的買収が増加した1980年代に、被買収リスクに晒された企業側も買収防衛策を講じるようになった。その中には、企業を守るだけでなく経営者を守るもの（ポイズンピルなど）も混在していた。年金基金は、自らの持分を守るために株主権を行使する必要にも迫られた¹⁴。この2つの動きが合流して1990年代にアメリカの公的年金基金を中心に株主として企業統治改革（取締役会の独立性の強化）を主導した。

(2) 投資家の社会的責任（社会的責任投資）

ほぼ同じ時期に投資家の「社会的責任」が議論され、「社会的責任投資（SRI）」もブームになった。SRIの源流はキリスト教会がその基金を運用する際に好ましくない企業への投資を避けたという「倫理

¹¹ 大芝亮「グローバル・ガバナンスと国連」（国際問題2004年9月号）など。

¹² 株式市場における機関投資家のシェアの急拡大を「株式の機関化」と呼ぶ。

¹³ 買収防衛策を株主総会で成立させようと企業が試みた際に年金基金の議決権を誰が決めるのかが問題となり、企業が決めると主張したエイボン会長の発言に対し、米労働省は1988年2月、年金基金（運営者）が議決権行使に責任を持ち、受益者のために行使すべきであるとするレター（エイボンレター）を發出した。

¹⁴ 田村俊夫「スチュワードシップは成長を促進するか」（資本市場リサーチ、2014年7月）144頁は公的年金基金が1986～87年にポイズンピル撤廃提案を行ったことを解説する。

的投資」であるが、年金基金に波及したのはアパートメント撤廃を求める南アフリカ不投資運動¹⁵からである。国連が各国に経済制裁を要請したこと（1985年）を受けて、米国各州は州の管理する基金（年金基金を含む）が南アフリカで活動する米国企業に投資することを制限するようになり、中でもカリフォルニア州は1986年、州の年金基金に対して該当企業からの投資の引揚げを求める法律を制定し¹⁶、カルパースなどは実際に投資を引き揚げた。年金基金が自ら動いたのではなく「押し付けられた」ものだが、投資活動に社会的責任の観点を織り込むという実務が始まった。

ただ、SRI自体は一過性のブームに終わる。SRIファンドのパフォーマンスが市場平均を下回るという実証研究が2000年代に次々と発表され、投資家の離反を招いたためだとされる¹⁷。今日でもSRIという略語が用いられているが、「持続可能で責任ある投資（Sustainable and Responsible Investment）」の略称であることが多い。

（3）投資家の企業統治責任（スチュワードシップ）

企業統治問題は、企業経営者が株主の利益に反する行動をとることを抑止しようとするものである。最初の防波堤が取締役会であり、経営者から独立した取締役会が経営者の暴走に歯止めをかけるというモニタリングモデル¹⁸である。第2の防波堤が株主であり、株主が株主権の行使や投資先との対話を通じて経営者を監視するというスチュワードシップである。

スチュワードシップに関する議論は、機関投資家が企業統治に関与する歴史¹⁹を持つイギリスで始まった。機関投資家の団体「機関株主委員会」が1991年に業界規範「イギリス機関株主の責任」を制定し、これが2002年に「原則ステートメント：イギリス機関株主の責任」に置き換わり、2010年に「スチュワードシップ・コード」に取り込まれた。コードの源流はもう1つある。企業の内部統制を整理したハンペル報告書（1998年）とその提言に基づく統合規範（同）である。統合規範を分割・再編したのがコーポレートガバナンス・コードとスチュワードシップ・コードであるが、後者は内容的には機関株主委員会「原則ステートメント」を踏襲する。源流の1つ、ハンペル報告書は機関投資家に対して議決権行使方針の策定を求める一方で、企業に対して投資家と経営陣の対話の場である株主総会の活性化を求めた。

スチュワードシップ・コードの策定は、他の国々に波及し、わが国でも2014年2月に公表された。わが国では「的確な企業評価に基づく投資」「議決権の行使を通じたガバナンスの発揮」「経営との対話の充実」という3本柱²⁰にそって策定され、企業評価に関連して「企業のESG取組み」が出てくる。

¹⁵ 不投資運動の効果は絶大で、1984～90年にモービル、RJR ナビスコら206社が事業撤退や取引停止に追い込まれ、南アフリカ進出企業の株式は数千億ドル規模で売却された。菱山隆二「エシカル・インベスティング」（日本経営倫理学会誌7号、2000年3月）185頁。

¹⁶ 奥野寿「企業統治、社会的責任投資、企業の社会的責任を巡るアメリカの法的状況」（労働政策研究研修機構報告書88号、2007年9月）24頁など。

¹⁷ 伊藤啓介「解題：多様化するESG投資」（証券アナリストジャーナル2018年1月号）4頁など

¹⁸ アイゼンバーグ教授が1975年の論文「現代企業における経営構造の法的モデル」において、従来型である助言機能中心の「アドバイザーモデル」に対比して、監督機能中心の「モニタリングモデル」を提唱した。

¹⁹ イギリスでは企業が経営危機に陥ると機関投資家が主導して経営陣刷新などの経営再建措置を講じる。田村俊夫「スチュワードシップは成長を促進するか」（前掲）152頁。

²⁰ 日本版コードの源流である金融庁スタディグループ報告書「上場会社等のコーポレートガバナンスの強化に向けて」（2009年6月）は「投資者による議決権行使等をめぐる問題」と題する章で本文に掲げる3項目を整理する。

2008年の世界金融危機の反省から機関投資家が投資先企業に働きかける機能（エンゲージメント）も重視されるようになった。機関投資家のインデックス重視が目先の利益を追求する企業姿勢（ショートターミニズム）を生み出して世界金融危機の一因となったという認識に基づき、スチュワードシップ・コードにエンゲージメント重視が盛り込まれ、また、2017年5月に改正されたEU株主権指令²¹は、機関投資家に対して中長期的な観点に基づく対話などを通じた企業への働きかけを求めた。なお、株主活動の留意点については《コラム2》を参照されたい。

《コラム2》株主活動

株主活動は「積極化すれば良い」という単純なものではない。

わが国スチュワードシップ・コードは、株主活動を次の要素の組合せで定義する。①株主活動の最終目的は顧客・受益者の中長期的な投資リターン拡大である、②その手段は「投資先企業との対話など」である、③「対話など」の目的は投資先企業に企業価値向上や持続的成長を促すことである、④株主は投資先企業やその事業環境等を深く理解した上で「対話など」に臨む必要がある、⑤実際の「対話」は建設的かつ目的を持って行われる必要があるという5点である。

③の「企業価値の向上」について、株主は企業経営をプロである経営者に委ねたのであり、経営の素人である株主が無闇に「経営介入」を行うと、かえって企業価値を損ないかねないという議論がある。「株主活動」と「経営介入」とは極めて近いという点に留意する必要がある。

④の「投資先企業や事業環境への理解」について、株主の理解に応じて対話の「議題」も変わるという指摘²²がある。例えば、かつての「議題」が社外取締役の増員などであったのは、株主が開示された情報に依拠して議論することが可能であり、投資先企業を深く理解する必要がなかったからだとして理解できる。近年は「モノ言う株主」が配当方針の変更や事業ポートフォリオの組替えなど具体的な経営方針を「議題」に乗せるようになった。彼らは自ら精緻な企業調査・業界調査を積み重ね、更に外部の専門家（アナリスト、同業他社など）と意見を戦わせて「議論に耐える対案」を練り上げ、それを基に「対話」に臨んでいる。この場合、それ以外の機関投資家は「会社提案」と「株主対案」のいずれが企業価値向上に資するかを判断して議決権を行使する「目利き」の立場に立つ。少なくとも「目利き」に必要な知識・理解が求められる。

（4）巨大投資家の行動基準（ユニバーサルオーナーシップ）

巨大な機関投資家は、その資産規模の故にESG投資に取り組みざるを得ないという議論がなされている。ユニバーサルオーナーシップ²³と称され、巨大な機関投資家は、幅広い銘柄に分散投資を行うようになり投資成果が市場全体の動向に影響される状況に置かれる、したがって、自らの長期的利益を守る観点から、気候変動や経済格差などの経済活動の基礎を揺るがす問題に積極的に対処していく必要があるというロジックである。SRIやスチュワードシップが「投資家の責任」に焦点を当てるのに対し、ユニバーサルオーナーシップは「投資家の利益」を起点とする。自国経済あるいは世界経済の成長を阻害する要因を取り除くことが「長期的利益」に繋がるのは間違いなさそうだが、その阻害要因は「ESG」に限られない。

²¹ 神作裕之「建設的対話の実務と法的論点」（商事法務2168号、2018年6月）9頁

²² 田村俊夫「米国エンゲージメントの新潮流」（資本市場リサーチ42号、2017年1月）10頁

²³ J. Hawley et al., “The Rise of Fiduciary Capitalism,” University of Pennsylvania Press, 2000/10

(5) 小括

年金基金は1980年代以降、自らの利益を守る局面（自己防衛）で議決権行使などの株主活動を行うようになり、それを機に1990年代の企業統治改革（取締役会の独立性の強化）を主導した。自らの投資活動が不適切な問題を助長してはならないという「SRI」や、株主も企業統治に関与すべきであるという「スチュワードシップ」の議論は、年金基金が自己防衛局面だけでなく平時においても投資活動・株主活動を行う必要性を説いた。こうした議論に後押しされて始めた株主活動に際して「ESG投資」は指針を与えるものとなった。さらに「ユニバーサルオーナーシップ」の議論は、経済的な理由から巨大投資家がESG投資に取り組む必要性を説いた。尤も、中小規模の年金基金が「ESG投資」に取り組むべき必然性は議論されていない。なお、こうした年金基金の取組みは、その委託を受けて運用を行う金融機関にも波及していった。

3. 金融機関

アナン事務総長が責任投資原則策定を働きかけた相手は機関投資家であって「金融機関」ではない。責任投資原則の主たる対象は資本市場であり「金融市場」ではない。しかし、ESG問題の波及は金融機関の方が先行しており、今日においても責任投資原則の主要な担い手になっている。金融機関とESG問題の関係を概観する。

(1) 環境汚染と銀行の責任

アメリカでは、ラブ・カナル事件²⁴（土壌汚染被害）を契機にスーパーファンド法（1980年）が制定され、汚染企業だけでなくその関係者にも浄化責任・賠償責任を負わせる仕組みが採用された。1990年5月に汚染企業に融資していた銀行に対して浄化費用の負担を命じる判決（フリートファクターズ判決²⁵）が出され、金融界は現実問題として環境汚染に巻き込まれるようになった。

欧州では、セベソ事件²⁶（有毒ガス流出被害）などを受けて、欧州委員会は1993年に環境損害修復に関するグリーンペーパー²⁷を発表し、汚染者負担の原則を基軸としつつ関係者の連帯責任についても提案した（責任の順位を法定することも併せて提案した）。法制化には至らなかったが、金融界が環境問題への危機意識を強める契機となった²⁸。

こうした経緯から金融界は、融資に先立ち対象企業に環境デューディリジェンスの実施を求めるなど融資実務を変更するとともに、ESG問題に係る感度を高めて様々なイニシアティブを立ち上げるようになった（下記（3）参照）。

²⁴ ニューヨーク州ラブ・カナル地区の運河を埋め立てて造成された住宅地において過去に投棄された有害物質が1978年の集中豪雨により地表に溢れ、カーター大統領が非常事態宣言を出して住民を退避させるに至った。

²⁵ 染物会社が破綻した後に敷地内に有害物質が発見され、破綻会社に融資していたフリートファクターズ社に除去費用負担を求めて米当局が提訴し、裁判所は1990年5月、担保権者除外規定の適用を否認して費用負担を命じた。

²⁶ イタリア・イクメサ社セベソ工場において1976年7月に爆発事故が起きダイオキシン等の内容物が噴出し、皮膚炎等の被害者が22万人以上に及んだ。

²⁷ *Green Paper on Remedying Environmental Damage*, COM(93)47 final of 14 May 1993

²⁸ 吉岡庸光「銀行と環境保全」（静岡産業大学・環境と経営6巻2号、2000年12月）24頁

（２）銀行の責任の広がり

上記（１）が融資金の用途から想定可能なリスクであるのに対し、想定外の事態で非難される立場に金融機関は立たされるようになった。1990年代半ばに途上国開発資金の主たる供給者が政府（政府開発援助）から民間金融機関にシフトし²⁹、また、開発企業の責任範囲が広がる中で、金融機関も開発企業と同列に並ばされ非難の矢面に立たされるようになった。開発企業の責任の広がり例として、米石油会社ユノカルは、ミャンマーのパイプライン建設³⁰に協力した国軍が強制労働などの問題を引き起こしていることを知りながら放置したとして1996年に提訴された。ユノカル事件で銀行責任は議論されなかったが、途上国開発プロジェクトで問題が発生すると現地住民やNGOが事業主体だけでなく資金供給者にまで押し掛けるという状況が生まれた。

また、NGOは、問題企業に圧力をかけるため、当該企業に融資する金融機関を公表して「外堀」を埋める作戦を採るようになった。例えば、クラスター爆弾の禁止を目指すNGOは、当初、爆弾製造企業への働きかけに軸を置いていたが、2009年の実態報告書において、当該企業に融資する金融機関リストを掲載し、当該企業への投融資の停止を求めるキャンペーンを始めた³¹。

（３）銀行のESG取組み

国連環境計画（UNEP）は、途上国開発における金融機関の影響力に早くから目を付け、個別行の自発的な活動を促す共同取組み（イニシアティブ）を志向した。その第1弾が「環境と持続可能な開発に関する銀行声明」であり、そのための協働の場「UNEP金融イニシアティブ」である。1992年5月に発表された銀行声明は、「銀行は企業活動を資金面で支えて環境問題解決に貢献する」ことを宣言した上で、環境管理に取り組むこと、環境保全に適した商品・サービスを支持することなどを定め³²、また、金融イニシアティブは責任投資原則を始め様々なイニシアティブを組織している（《図表3》参照）。なお、銀行声明は1997年に署名対象を広げて「金融団体声明」に改称されている。

一方、環境NGOは、開発プロジェクトが現地にもたらす環境・社会問題に配慮することを事業主に要求する一環として、資金供給者にも圧力をかけた。最初に矛先を向けた世界銀行などは1990年代後半までに環境・社会ガイドラインを整備した。矛先が民間金融機関に転じたことから、欧米主要4行と国際金融公社は2003年6月に「エクエータ原則」を策定した。原則は、環境・社会アセスメントの実施を融資先に求めることなどを定める³³。

このように、世界銀行グループを中心として金融機関の取組みが進んでいたこともあり、国連は、資本市場をターゲットに責任投資原則を提唱したものと思われる。

²⁹ 途上国開発資金は1990年代初頭には56%が公的資金で賄われ、1996年には86%が民間金融機関により供給されたという調査がある。吉岡庸光「銀行と環境保全」（前掲）26頁。

³⁰ ユノカルは1992年にミャンマーの天然ガス採掘プロジェクトの権益を譲り受けパイプライン建設に着手したが国軍系企業が合弁相手であった関係で国軍も建設に協力し、現地住民の強制徴用などを引き起こした。現地住民は1996年に米国で訴訟を提起し、控訴審が2002年9月に幫助責任を問いただすと判断し、ユノカルは2004年12月に和解に応じた。

³¹ 横塚仁士「オスロ条約発効による社会的責任投資への影響」（大和総研、2010年7月）など

³² 吉川栄一「国際商法としての環境管理規格」（白鷗法学18号、2001年）23頁

³³ アセスメントでは国際金融公社基準などの遵守状況を評価する（原則3）、環境・社会マネジメントシステムの構築・運用を融資先に求める（原則4）、ステークホルダーエンゲージメントの実施を融資先に求める（原則5）など10か条を定める。

《図表 3》 UNEP 金融イニシアティブの取組み

持続可能な 保険原則 2012年6月	<ol style="list-style-type: none"> 1. 保険事業に関連するESG問題を意思決定に組み入れる 2. 顧客・取引先と協働し関心を高め、リスクを管理し、解決策を生み出す 3. ステークホルダーと協働し社会全体の幅広い行動を促す 4. 原則実施状況を定期的に開示する
ポジティブ インパクト 金融原則 2017年1月	<ol style="list-style-type: none"> 1. ポジティブインパクト（PI）金融はPI事業に資金を供給することである 2. PI金融の供給者は投融資先のポジティブインパクトを特定し、監視する 3. PI金融の供給者は透明性を確保し情報を開示する 4. PI金融は意図するインパクトの実現度合いにより評価される
責任銀行原則 2019年9月	<ol style="list-style-type: none"> 1. 事業戦略をSDGsなどと整合させ貢献する 2. 事業・商品・サービスが人々・環境にもたらすインパクトにつき目標を設定し公表する 3. 顧客と協働し持続可能な慣行を奨励する 4. ステークホルダーと協働する 5. 効果的なガバナンスと企業文化を通じてコミットメントを実行する 6. 原則実施状況を検証し説明責任を果たす

(出典) SOMPO 未来研究所作成

(4) 小括

金融機関は、製造業と異なり自ら環境汚染を引き起こすことはないことから、従来は問題意識に乏しかったが、汚染事業者との共同責任を問われかねない状況に陥り、リスク管理の必要性から環境問題に取り組むようになった。これが「環境汚染企業に融資する責任」であるとすれば、一歩進めて「環境貢献企業に融資する責任」も問題となる。1992年銀行声明がこの転機を作り出し「環境問題解決に向けた銀行の責任」を真正面から取り上げて（防衛的でなく）経営戦略として取り組むよう求めた。新たな責任論は「株主に対する責任」というより、一国の経済の支え手としての公共性に由来する「社会的責任」の色彩が強い。なお、巨大金融機関にとり、経済的な理由（ユニバーサルオーナーシップ）が地球規模の問題に取り組む動機となっている。

4. 金融監督当局

気候変動がもたらす経済的なインパクトに関する研究が進み、金融監督当局も、気候変動リスクが金融規制にもたらす影響に関心を高めている。金融規制を検討する過程で、派生的に ESG 取組みに係る企業情報開示ルールが整備されるなど、ESG 投資との接点も少なくない。横道にそれるが、金融監督当局の動向を概観する。

(1) 金融安定理事会

金融監督当局が気候変動リスクに対する関心を高めた契機³⁴は、ケンブリッジ大学と UNEP 金融イニシアティブが 2014 年 10 月に発表した報告書³⁵「銀行規制改革における安定性と持続可能性」であり、副題は「環境リスクはバーゼルⅢで見落とされているか」とつけられた。G20 財務大臣・中央銀行総裁

³⁴ 日本総合研究所「金融安定と気候変動に関する調査研究報告書」（2016年3月）1頁

³⁵ 原題は「Stability and Sustainability in Banking Reform: Are environmental risks missing in Basel III」である。

会議は 2015 年 4 月、気候変動が金融界にもたらすリスクの検証を金融安定理事会（FSB）に依頼し、FSB は同年 10 月の進捗報告³⁶において「金融界にもたらすリスクを理解するためには企業による関連情報の開示を充実させる必要がある」と報告した。FSB は企業情報開示制度の見直しを先行することとし、同年 12 月「気候関連財務情報の開示に関する作業部会（TCFD）」を設置した。TCFD は 2017 年 6 月に最終報告書を取りまとめ、情報開示の世界標準となった（下記Ⅲ－3（2）参照）。企業開示情報の不足という障害が取り除かれたことから、8 つの中央銀行と監督当局は 2017 年 12 月に「気候変動リスクに係る金融当局ネットワーク（NGFS）」を設置し、気候変動が金融規制に及ぼす影響を検討している³⁷。なお、FSB は気候変動リスクを物理リスク（保有資産等が物理的損害を被るリスク）、賠償責任リスク（被災損害の賠償を求められるリスク）、移行リスク（低炭素経済への移行に後れをとるリスク）の 3 つに分ける分類法を採用している。この分類法は、イギリス監督当局が 2015 年 9 月に発表した報告書「気候変動が英国保険セクターに与える影響」に由来する。

こうした流れとは別に、証券監督者国際機構（IOSCO）は 2020 年 4 月に報告書³⁸「サステナブルファイナンスと証券監督者・IOSCO の役割」を公表し、投資者保護上の課題を洗い出した。

（2）中央銀行

中央銀行は、金融機関を対象とする気候変動ストレステストを検討している。オランダ中央銀行は 2018 年 10 月にストレステスト結果を公表³⁹し、イギリス中央銀行は 2019 年 6 月に大規模保険会社を対象とするテストの実施要領を、同年 12 月に銀行・保険会社等を対象とするテストの実施案⁴⁰を公表した。また、NGFS が 2020 年 6 月にストレステスト実施の手引書⁴¹を取りまとめた。

（3）欧州連合

欧州では「サステナブルファイナンス」という括りで政策対応を進めている。そもそもは、域内資本市場の強化を狙った「資本市場同盟」構想⁴²の一項目に過ぎなかったが、欧州委員会が 2018 年 3 月に「行動計画：持続可能な成長に向けたファイナンス」を公表し、取扱いが大きくなった。行動計画⁴³は、①環境や社会などに配慮した投資に資金が流れるようにする、②気候変動や資源枯渇などに起因する財務上のリスクを管理する、③金融・経済活動が透明性と長期主義を志向するよう促すという 3 つの目的を掲げた上で、10 分野 27 項目の行動を定めており、現在も法制等の整備を進めている。

行動計画においてカギとなるのが「タクソノミー（Taxonomy）」である。事業活動が持続可能な社会に貢献するの否かを仕分ける「分類」を意味し、グリーンと仕分けされた事業活動に投資する金融商

³⁶ FSB・Carney 議長から G20 財務大臣・中央銀行総裁への 2015 年 10 月 5 日付け文書 5 頁

³⁷ 矢口満「世界経済の持続性確保に向けて求められる金融の役割」（国際通貨研究所、2020 年 11 月）11 頁

³⁸ IOSCO 報告書は①非財務情報開示など基準が乱立している、②サステナブルな活動が定義されていない、③複数の基準から都合の良い部分を切り合わせる「良いとこ取り」が可能になっている、などを指摘する。

³⁹ 板津直孝「オランダの中央銀行による気候関連のストレステスト」（野村資本市場クォーターリー2019 春号）など

⁴⁰ 柿沼英理子「英中銀が予定する気候関連ストレステストの概要」（大和総研、2020 年 9 月）など

⁴¹ 芝川正ら「気候関連金融リスクに関する国際的な動向」（日本銀行レビュー、2020 年 12 月）など

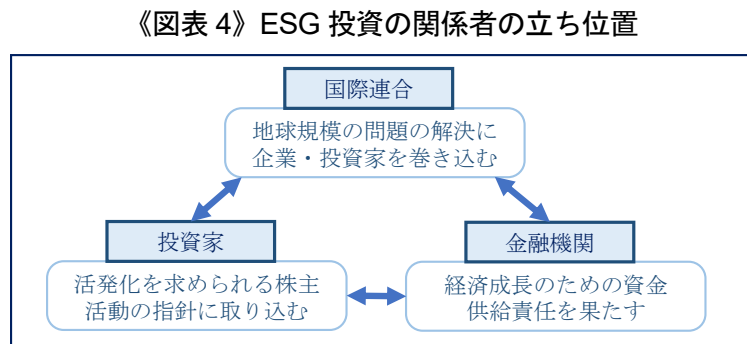
⁴² ユンケル欧州委員長が 2014 年 7 月の欧州議会で就任後の政治指針に関して演説し、資本市場同盟 CMU 実現を公約した。2015 年 9 月の CMU 行動計画では柱の 1 つに「長期投資・インフラ投資・サステナブル投資」を掲げたが、サステナブル投資については専門家会合（2016 年 9 月設置）の検討に委ねた。「行動計画」はその最終報告書（2018 年 1 月）に基づく。

⁴³ 江夏あかねら「欧州におけるサステナブルファイナンスの確立に向けた取組み」（野村資本市場クォーターリー2018 春号）。

品を「サステナブル金融商品」として認証するなど、そうした事業活動への資金の流れを作り出すことを意図している。仕分けの手順⁴⁴は、持続可能な社会を可能にする要素として、①気候変動の緩和、②気候変動への適応、③水・海洋資源の保護、④循環経済への移行、⑤汚染予防、⑥生物多様性の保全を選定し、このうちの1つ以上に貢献すること、他の項目に悪影響を与えないこと、技術的基準を満たすことなどの要件を満たす場合に「グリーンな活動」と判断するというものである。こうした枠組みを定めるEU規則⁴⁵が2020年6月に制定され、技術的基準などの細目の整備が進められている。

5. ESG投資の関係者の立ち位置

責任投資原則の提唱者である国連は、地球規模の問題を解決するためには各国政府の合意を待つのではなく、その頭越しに企業・投資家に働きかけることが有効であると考え、企業向けの「グローバル・コンパクト」と投資家向けの「責任投資原則」を提唱した。その思惑どおり、ESG投資は、その後に採択されたSDGsと両輪になってESG問題の解決に向けた原動力となっている。年金基金は、かつては投資後の株主としての活動（株主活動）に熱心でなかったが、社会的責任投資やスチュワードシップに関する議論が深まるにつれて株主活動こそが長期的利益に繋がるという認識に変わり、その際に問題となる「何を企業に働きかけるのか」に対してESG投資が指針を与える役割を担った。金融機関は、かつては環境問題に無関心であったが、「環境汚染企業に融資する責任」、更には「環境貢献企業に融資する責任」に関する議論が高まる中、1992年の銀行声明を契機に経営戦略（攻め）としてESG投資に取り組むようになった。関係者は異なる動機からESG投資に関与し始めたが、参加のしやすさが裾野を広げて大きな流れを生んだこともあり、今日ではESG問題への貢献に向けたwin-win関係が成立している（《図表4》参照）。



（出典）SOMPO 未来研究所作成

年金基金・金融機関の中でも、巨額の資金を管理するところは、自らの長期的利益を守るために世界経済の底上げ（ESG投資）に取り組む必要に迫られている（ユニバーサルオーナーシップ）。他方でその規模に達していない年金基金・金融機関は、ESG投資に取り組む必然性がなく、コストをかけないで取り組む（リーダー追随方式など）、社会的責任を果たすという要素を加味して取り組むといった選択肢を検討すべきであろう。

⁴⁴ 吉井一洋ら「進むEUサステナブルファイナンスの制度改正」（大和総研調査季報、2020年1月）など。

⁴⁵ 矢口満「世界経済の持続性確保に向けて求められる金融の役割」（国際通貨研究所、2020年11月）など。

Ⅲ. ESG 投資に取り組む際の課題

本章では、個別の投資家が ESG 投資に取り組む際に当面する課題を検討する。よく見られる実務的な疑問の中から、ESG 投資は投資として成り立つのか、ESG 問題への貢献を重視する余り投資リターンが犠牲になってないのか、ESG を切り口とした情報収集や企業評価など本当に可能なのか、個別の投資が本当に ESG 問題に貢献しているのかといった点を取り上げて、投資家が ESG 投資に取り組む際の課題を概観する。

1. 投資としてみた ESG 投資

最初の疑問は「ESG 投資は投資として成り立つのか」である。細かく分けると、投資効果があるか、コスト倒れにならないか、投資リターンを得られるかなどの疑問になる。

(1) ESG 投資の投資効果

ESG 投資には、ESG 取組みに優れた「企業」に資金を供給するものと、企業が ESG 問題に対処する「プロジェクト」に資金を供給するものがある。株式投資は前者の代表例だが、供給した資金が ESG 取組みに使われるということは確保されていない。グリーンボンドなど後者の事例では、資金使途を明らかにしているものの、グリーンを標榜しながら高速道路建設に充当するといった「グリーンを騙った資金調達（グリーン・ウォッシュ）」が懸念される。いずれにせよ、投資家が ESG 投資を推進するだけで企業が ESG 問題に実効的に取り組むようになるという期待は短絡的で、個別の投資が ESG 問題の解決に貢献したのかを自答していく必要がある。また、個別の投資家が持つ企業への影響力は限定的であり、多くの投資家が ESG 投資に取り組んでこそ企業の ESG 取組みを後押しし ESG 問題に貢献する。本当に ESG 問題に貢献するのであれば、ESG 投資という名の「社会的運動」を展開する必要がある。

(2) ESG 投資のコスト

ESG 投資の最大のネックは「コストを要する」ことにある。組織・要員などの社内体制を整え、分析・評価に向けて知識・ノウハウを蓄積し、しかも、企業に何かを提言しようとなると外部機関の利用が必須になる。これらは全てコストに跳ね返る。その意味で「ESG 投資にどこまで取り組むのか」は、個別の投資家にとって切実な問題である。また、コストを投じて投資先企業の業績が改善して投資リターンが増えたとしても、自社が享受できるのは持株割合に対応する部分だけであり、残りは他の投資家がコストを負担することなく享受する（フリーライド問題）。同じ年金基金が複数の運用会社に委託するケースを考えれば、ある運用会社がコストを投じて ESG 投資に取り組んでも、同じ投資先に投資する別の運用会社は、コストを負担しない分だけ高いリターンを獲得し、年金基金からの評価も高くなる。極端に言えば、運用会社は受益者の利益になる場合でも競争環境を考慮して投資先企業への関与を差し控える可能性さえある⁴⁶。このようにフリーライド問題は「ESG 投資を忌避する」インセンティブをもたらす。年金基金としてもこうした歪みを生ぜしめないように資産運用方針を提示する必要がある。

⁴⁶ 加藤貴仁「スチュワードシップ・コードの理論的考察」（ジュリスト 1515 号、2018 年 2 月）18 頁。

（３）ESG 投資のリターン

2000 年代の SRI ブームの終息は、SRI ファンドのパフォーマンスが市場平均より劣るという実証研究が次々に発表されたことが契機となった（上記Ⅱ—2（2）参照）。その意味で ESG 投資が持続可能なものか一過性のものかを定める要因として「投資リターン」は大きな問題である。

ESG 投資に係る実証研究は数多くなされておられ、他の投資より優れているとするものが多い一方で、有意な差を認められないとするものも存在し、コンセンサスには至っていない⁴⁷。優位性が認められる要因として、好業績企業ほど ESG 取組みに資源を割き、結果として ESG 取組みと株価が連動するよう見えることを指摘する見解⁴⁸もある。また、企業情報開示が進んでおらず、ESG 取組みの評価方法も確立していない期間を対象とする検証が有効なのか、ESG 取組みが効果を発現するまでに要するかなり長い期間をカバーできているのかなどの「検証上の限界」を抱えている。

こうした「投資先」の問題とは別に「投資家」側にも問題がある。「投資家」を動機で分類すると、①金銭的リターンを向上させるために ESG 要素を考慮するタイプ、②金銭的リターンを阻害しない範囲で社会的リターンを目指すタイプ、③社会的・環境的リターンを最優先するタイプに分かれ⁴⁹、第 3 分類の投資家の存在が実証研究にバイアスをもたらす可能性がある。また、多くの投資家が取り組まないと ESG 投資の効果は発現しないという仮説（上記（1）参照）が正しければ、賛同する多数の投資家が相場を形成してしまい、実証研究を行う上での障害になる。

（４）ESG 投資とリスク

ESG 投資にリスク低減効果があることは確かである。例えば、気候変動問題への対応として化石燃料自動車の販売を禁止する動きがあるが、実際に販売が禁止されれば、化石燃料自動車の生産ラインは無価値になる。そうした規制を先取りする企業に投資し、無防備な企業から投資を引き揚げておけば、投資リスクを避けることができる。ただ、リスク回避のための投資は、投資先企業に ESG 取組みを促す効果はなく、ESG 問題の解決に貢献することはない。

（５）小括

ESG 投資を投資として見ると、様々なネガティブ要因が浮かび上がる。提供した資金が ESG 問題の解決に本当に使われるのか、支出が先行するコストをどこまでかけるのか、投資リターンをもたらす保証がないのに取り組むべきなのかといった疑問を打ち消すことはできない。やはり ESG 投資は純粋な投資というより「社会的運動」であると見るのが自然であろう。ただ、気候変動問題に見られるように、社会全体が取組みを進め、流れに乗った企業が競争を勝ち抜き、流れに乗り遅れた企業が劣位に立たされるようになれば、ESG 投資が「確実な投資手法」の地位を獲得する可能性もある。尤も、そうした時代が到来すれば、ESG 投資を「他の投資手法」と区分する必要がなくなり、一般的な投資手法の中に組み入れられ「ESG 投資」という呼び方もなくなるであろう。

⁴⁷ 湯山智教「ESG 投資のパフォーマンス評価を巡る現状と課題」（資本市場リサーチ 50 号、2019 年 1 月）14 頁など。

⁴⁸ Gordon L. Clark et al, “From the stockholder to the shareholder: How sustainability can drive financial outperformance,” 2015

⁴⁹ 池田裕樹・小川佳也「ESG 投資の最近の潮流」（日本銀行レビュー、2019 年 6 月）4 頁。

2. ESG 投資の目的と受託者責任

ESG 投資において、投資リターンの最大化と ESG 問題への貢献を両立できれば理想的である。しかし、現実には「ESG」が独り歩きして「投資」が疎かになりがちである。ESG 投資に失敗した場合、投資としての分析が疎かであったことが分かれば「ESG」を言い訳にできない。こうした状況は「受託者責任」として議論されている。他人（委託者）の資金を預かって運用している者（受託者）は、委託者の明示的な指図がなくても、委託者の利益を守るように行動しなければならないというのが「受託者責任」である。投資である以上、投資リターンの最大化が最優先であり、それが「委託者の利益」であるというのが議論の出発点である。尤も、ESG 投資を行うことを謳って資金を集める場合（ESG ファンドなど）は別である。

（1）アメリカにおける議論

アメリカでは、公的年金基金の方が資金規模が大きく株主活動でも先駆的な動きを見せ、対照的に、企業年金基金は小規模で株主活動も活発とは言えない⁵⁰。ところが、受託者責任に関する限り、企業年金制度を規制する ERISA 法とそれを所管する労働省が議論を牽引する。両者に「ずれ」があるが、公的年金基金が先駆的な動きをすると、労働省が解釈を明確にするという連関が認められる。

公的年金基金が業績不振企業に圧力をかけて CEO 更迭（1992～93 年）を実現した時期⁵¹に、労働省は 1994 年に解釈通知を出して「付随的・社会政策的な目標を促進するために投資リターンを犠牲にしたり追加的な投資コストを負担したりする投資手法をとることは許されない」とした⁵²。2007 年には「議決権行使のコストがそれにより期待される経済的利益を上回る場合には議決権を行使しない義務を負う」と踏み込んだ。

カリフォルニア州が 2015 年 9 月に管下年金基金に化石燃料企業からのダイベストメントを義務付ける法律を制定する⁵³など、ESG 投資が普及した時期には、労働省は「許容されない事例」でなく「許容される事例」を示すようになる。2016 年には「コストを考慮しても投資先企業の価値が高まると判断したときは ESG 要素を考慮した株主活動が許される」とし、2018 年には「経済的リターンが最優先である中、ESG 要素は経済的な意味でも考慮要素になり得る」とした。

労働省のスタンスについて「次第に ESG 投資に前向きになった」と評する見解が多く、それ自体は誤りではない。しかし、あくまで「投資リターンの確保」が最優先であるという前提条件が付いており、何かあったときには年金基金運営者は自らの判断の合理性を立証しなければならない。

（2）イギリスにおける議論

イギリスでは 2014 年に ESG 投資と受託者責任との関係を整理した政府報告書が公表された。ESG

⁵⁰ 企業年金が株主活動に後ろ向きであった理由として、母体企業に気兼ねして他社経営介入を避ける誘因が働く、株主活動に費やす時間・コストが期待リターンに見合わないと思ひ込むなどが考えられる。田村俊夫「スチュワードシップは成長を促進するか」（前掲）146 頁。

⁵¹ 年金基金の圧力による CEO 更迭は、1992 年に GM とアメリカンエクスプレスで、1993 年に IBM、ウェスチングハウス、イーストマン・コダックで起きた。田村俊夫「スチュワードシップは成長を促進するか」（前掲）145 頁。

⁵² 神作裕之「スチュワードシップ・コード再改訂版とガバナンスを巡る昨今のグローバルな動向」（商事法務 2232 号、2020 年 6 月）8 頁など。

⁵³ ニューラルら「海外主要銀行の石炭ダイベストメント方針調査レポート」（2016 年 4 月）15 頁。

投資との関係の整理が遅れた背景として、企業情報開示が先行し、開示された ESG 情報を企業評価に織り込む実務が、受託者責任の議論の前に定着したことが考えられる。

企業情報開示について、1999年のターンブル報告書は、内部統制を整備する責任を整理する中で、取締役会の監視すべきリスクの中に企業の社会的責任に関する評判リスクが含まれることを明らかにし、企業による情報開示が統合規範（企業統治コードの前身）の下で開始された。2000年年金法改正では、年金基金（運営者）に対して「社会・環境・倫理に関する考慮」の有無と程度を投資方針書において開示することを求めた。2006年会社法は、取締役が職務執行時に考慮すべき事項として「地域社会及び環境に対する企業活動の影響」を明示し、企業に対して社会・環境問題への取組みとその開示を促した。これらの開示制度が先行する中、ESG投資と受託者責任との関係を整理したのは、政府委嘱を受けた法律委員会の2014年報告書「投資仲介者の受託者責任」である。委員会は、ESG要素には財務影響を持つものと持たないものがあること、財務影響を持つESG要素を考慮することに法的問題がないこと、財務影響を持たないESG要素でも一定の場合に考慮することが許容されることを明らかにした。これを受けた2018年年金法改正において、受託者は①財務的に重要であると考えられるESG要素を考慮する必要がある、②財務的に重要でないESG要素であっても加入者間で幅広いコンセンサスがあるときは考慮可能であるという整理を行った⁵⁴。

こうした経緯を見ると、イギリスでは、企業による情報開示が先行し、受託者責任を議論する前に、開示された情報を分析・評価する実務（ESG投資）が定着したという流れが確認できる⁵⁵。

因みに、欧州委員会も2015年に報告書を取りまとめている。環境総局が委託してアーンスト&ヤングがとりまとめた報告書は、ESG要因を投資方針・投資プロセスに統合することは域内の受託者責任に関する法的枠組みと共存可能であると整理した⁵⁶。

（3）国際連合における議論

責任投資原則策定の事務局を務めたUNEP金融イニシアティブは、原則策定に先立ち、ESG投資と受託者責任との関係の整理をフレッシュフィールド法律事務所に委託した。2005年10月に公表された報告書「ESG問題を投資に統合するための法的枠組み」では、財務的パフォーマンス予測の信頼性を上げるためにESG考慮を投資分析に織り込むことは、受託者責任の観点から許容され、むしろ求められていると整理された⁵⁷。責任投資原則（事務局）とUNEP金融イニシアティブは2015年10月にも報告書⁵⁸「21世紀の受託者責任」を発表している。新しい報告書は「ESG問題など長期的に企業価値を牽引する要素を考慮しないことは受託者責任に反する」と踏み込んだ。前段を捨象して紹介されるケースが散見されるが、あくまで「企業価値を牽引する要素」を考慮すべきと述べているのであって、そうでない要素を考慮することまでは許容していない。

⁵⁴ みずほ情報総合研究所「非財務情報に係る諸外国の開示制度等に関する調査報告書」（2019年3月）61頁。

⁵⁵ 小藺めぐみ「ESG投資と機関投資家の受託者責任の関係に関する一考察」（日本銀行金融研究所、2020年8月）26頁。

⁵⁶ 伊藤正晴「受託者責任を満たすにはESG要因の考慮が必須か」（大和総研調査季報2017年秋季号）17頁。

⁵⁷ UNEP FI, "A legal framework for the integration of environmental, social and governmental issues into institutional investment," 2005/10

⁵⁸ 報告書の日本語訳はUNEP FIホームページから入手可能。

（４）小括

他人の資金を預かって運用する機関投資家は、あくまで「受託者責任」の範囲内で ESG 投資を行う必要がある。具体的には、投資リターンの最大化と両立できる限りにおいて ESG 要素を考慮することは可能だが、両立できないのであれば ESG 要素の考慮は許容されない。ESG 要素を財務影響を持つものと持たないものに分けた場合、財務影響を持つ ESG 要素は、投資リターンの最大化に繋がるだけに見落とすことが許されず、逆に財務影響を持たない ESG 要素は、コスト倒れになる可能性があるだけに考慮することが許されない。ただし、社会全体の ESG 取組みが進むと、財務影響を持たない筈の ESG 要素が財務影響を持つようになり、事後的に「見落とし」に転じることになる。財務影響の有無の判断は「現時点」でなく「将来を見通して」行う必要がある。

ESG 投資と受託者責任の関係に関する議論は将来的に収束するという楽観論が散見される。しかし、例えば石炭採掘企業の企業年金基金が構成員の職場を奪う石炭ダイベストメントに取り組むという限界事例に見られるように、委託者（構成員）の意思に明らかに反する ESG 投資が存在する以上、希望的観測の域を出ない。

3. ESG 投資の実務

ESG 投資をプロセスに分解すると、企業が抱える ESG 問題を特定し、その対応状況に関する情報を収集し、収集した情報を分析・評価し、評価結果に基づいて投資活動・株主活動を行うという 4 つに分けられる。問題の特定では、企業による ESG 取組みに業績向上目的のものと社会貢献目的のものが混在していることをふまえ、投資判断に組み入れるものを特定する必要がある。情報の収集では、主として依拠する企業の開示情報を企業間で比較するために開示基準が重要である。企業の評価では、自前の評価能力が重要だが、規格準拠や外部評価を用いて補足することが多かろう。投資活動・株主活動では、どこまでコストをかけて企業に働きかけるかという問題がある。

（１）企業が抱える問題の特定

ESG 問題は必ずしも境界が明確でなく、極論すれば「何をやっても ESG 取組みだと言える」。そこで ESG 投資に関して「マテリアリティ」が議論されている⁵⁹。企業が重要度（マテリアリティ）に応じて問題を洗い出し（《コラム 3》参照）、優先順位を付して効果的に取り組んでいることを投資家が確認し、投資判断などに織り込むことになる。ESG 投資の入り口ではあるが、企業のマテリアリティの付け方を投資家が評価することになり、当該企業やその業界の置かれた状況を理解できるだけの知見とコストを要する作業となる。

《コラム 3》企業が抱える ESG 問題

企業が抱える ESG 問題には、残業時間の管理など個別企業が当面する問題と、気候変動問題など地球規模の問題とがある。後者には、個別の企業が国境を跨って対処すべきものと、複数の企業が国境を跨って協力すべきものがある。

⁵⁹ 加賀谷哲之「ESG 投資評価のための非財務情報活用の課題と展望」（月刊資本市場 2017 年 8 月号）31 頁など。

環境（E）問題は、かつては個別企業による環境汚染の被害が国境を越える（酸性雨問題など）形で問題がグローバル化した。現在当面している気候変動問題は、全ての企業活動の総和である「世界経済」が環境に及ぼす影響を取り上げており、対処を求められる企業の裾野が拡大し、かつ、これら企業が国境を跨って協力することが求められている。この問題は、各国政府が取り組むべき問題（政治問題）と各国経済を支える企業が取り組むべき問題（経済問題）との垣根を低くしている。

社会（S）問題で先ず取り組むべきものは「労働者の保護」である。労働問題は、かつては企業が海外に子会社を設立し、現地の実情を勘案しないまま母国の企業文化を押し付ける形で問題がグローバル化した（多国籍企業問題）。現在当面している労働問題は「企業グループの外」「本社所在国の外」で発生する。例えば、スポーツ用品のナイキが1990年代後半に海外の製造委託先企業により引き起こされた労働問題で強く非難される（スウェットショップ問題）など、企業は、グローバルに展開したサプライチェーン全体を管理する責任を求められるようになった。規制面でもイギリスの現代奴隷法（2015年）やカリフォルニア州のサプライチェーン透明化法（2012年）などが整備され、人権デューデリジェンスのグローバルな実施が必要になっている。

企業統治（G）問題のうち国境を跨って発生するものとして、外国公務員に対する贈賄がある。近年は、現地コンサルタントが賄賂授受の隠れ蓑となっているケースがあり、ここでも外部委託先の管理が重要になっている。一方、一国全体の企業統治水準を海外投資家が重視するという形のグローバル化問題も生じている。アジア金融危機（1997年）では、投資先企業的意思決定や会計制度に対する不信が投資の一斉引揚げに繋がり、これを1つの契機にOECDは1999年6月にコーポレートガバナンス原則⁶⁰を策定・公表し、各国が競って企業統治水準の引上げに政策的に取り組むようになった。

（2）企業情報の収集

企業間比較が可能な情報を収集するためには開示基準が重要になる。最も普及しているのがGRI（Global Reporting Initiative）のサステナビリティ報告スタンダードである。バルディーズ原則を策定したNGO「セリーズ」がUNEPなどの協力を得てGRIプログラムを1997年に開始し、2000年6月にガイドラインを公表し、2016年10月改定時にモジュール構造に組み替えてスタンダードに改称した。GRIスタンダードは、共通スタンダード（基礎・一般開示事項・マネジメント手法）と項目別スタンダード（経済・環境・社会）からなり、モジュール単位での随時更新を可能としている⁶¹。また、金融安定理事会により設置された「気候関連財務情報の開示に関する作業部会（TCFD）」は2017年6月に最終報告書を発表した⁶²。最終報告書は、①気候関連リスク・機会に関する取締役会等の役割を説明する（ガバナンス）、②気候関連リスク・機会が企業戦略等に及ぼす影響を説明する（戦略）、③気候関連リスクを管理するプロセスを説明する（リスク管理）、④気候関連リスク・機会を評価する指標とそれを管理する目標を説明する（指標と目標）などの枠組みを提言する。これら以外にも、気候変動リスク開示イニ

⁶⁰ OECD原則（1999年版）の序文にアジア金融危機が言及されている。

⁶¹ 板津直孝「英国の金融規制に取り込まれる気候変動リスク」（野村資本市場クォーターリー2019年冬号）12頁など。

⁶² 板津直孝「機関投資家が注目し始めた気候関連財務情報」（野村資本市場クォーターリー2018年夏号）27頁など。

シアティブ⁶³「気候変動リスク開示の枠組み」（2006年10月）、気候変動開示基準委員会⁶⁴「気候変動報告の枠組み」（2010年9月）、国際統合報告評議会⁶⁵「国際統合報告の枠組み」（2013年12月）などがある。

企業による ESG 取組み情報の開示については、情報開示の拡充を要求する投資家側に対し、企業側は複数の開示基準が混在して開示負担が重く、そうした要求に十分に答えられない状況⁶⁶にあり、課題として残されている。投資家はこうした「限界」をふまえて企業情報を読み解く必要がある。

定量化のための算定方法については、GHG プロトコルが温室効果ガス（GHG）排出量の算定基準やガイダンス、計算ツールを提供している。プロトコルは1998年に持続可能な開発に係る世界経済人協議会と世界資源研究所が共同で設立した団体である。

開示項目については、各国政府が法令を整備して後押ししている（《図表5》参照）。フランス新経済規制法（2001年5月、企業活動が社会・環境

《図表5》企業情報開示に係る主な法制例

フランス新経済規制法	全ての上場企業に「企業活動が社会・環境に対して及ぼす影響とその考慮方法」の開示を義務付ける（2001年5月成立）
EU会計法現代化指令	大規模企業に「環境と従業員の問題を含む財務的指標（必要に応じ非財務的指標を含む）の分析結果」の開示を義務付ける（2003年成立） 加盟国の法制化は2006-07年に完了
EU非財務報告指令	従業員500人超の上場企業・銀行・保険会社に「環境、社会・従業員、腐敗防止に係る事項」「これらに係る方針」「これらに係る主要なリスク」の開示を義務付ける（2014年成立） 加盟国の法制化は2017年に完了

（出典）SOMPO 未来研究所作成

に及ぼす影響に関する開示)、EU 会計法現代化指令(2003年、環境・従業員問題に関する情報を含む業績指標分析の開示)、EU 非財務報告指令(2014年、環境、社会・従業員、腐敗防止に関する非財務情報の開示) などがある。

（3）企業評価

ESG 取組みに係る企業評価の手法はいまだ確立されておらず、投資家自身による評価を基本としつつ、対象企業が準拠している規格や評価機関による評価を用いて補足することが多いようである。投資家としては、自らの評価手法を確立するためのコストや外部機関利用の対価を負担する必要がある。

国際規格としては、労働問題に係る SA8000（1977年）、環境問題に係る EU「エコ管理・監査制度」（1994年）と ISO 環境マネジメントシステム認証（1996年）、社会問題に係る ISO 社会的責任規格（2010年）などがある（《図表6》参照）。中でも ISO 環境マネジメントシステム認証は、環境報告書や CSR 報告書を発行する企業を増加させており、企業情報開示を後押しする効果もある。

ESG 評価機関については、日本取引所グループがその公式ホームページで紹介している。CDP（旧カーボン・ディスクロージャー・プロジェクト、2000年設立）、FTSE Russell（フィナンシャルタイムズ

⁶³ カルパースなど14の機関・団体が2005年5月「Climate Risk Disclosure Initiative」を設立。

⁶⁴ CDP（旧カーボン・ディスクロージャー・プロジェクト）など8団体が2007年「Climate Disclosure Standards Board」を設立。

⁶⁵ GRIなど2団体が2010年7月「International Integrated Reporting Council」（規制当局、投資家、企業などの連合体）を設立。

⁶⁶ 荒尾拓人ら「ESG投資を巡るわが国の機関投資家の動向について」（日本銀行、2020年7月）13頁など。

とロンドン証券取引所が1995年共同設立)、MSCI(モルガン・スタンレーとキャピタルグループが1998年共同設立)、S&P グローバル(1995年設立のロベコ SAM をS&P が買収)、サステナリティクス(1992年設立)の5機関である。評価機関は、質問票等を用いて公開情報を補足し評価精度を高めているが、他方で、用いるデータや評価手法が異なるために同一企業でも評価結果がばらついている。また、ESG 取り組みにおいて高評価を得ていた米電力 PG&E が2019年1月に破綻し⁶⁷、評価の限界も意識されている。投資家としては、そうした「特性」や「限界」を見極めて外部機関の評価情報を利用する必要がある。

《図表6》 ESG 分野の主な国際規格

SA8000	米民間団体SAI (Social Accountability International) が1997年から認証する労働問題(サプライチェーンを含む)に係る国際規格9要件(児童労働、強制労働、健康と安全、労働組合結成と団体交渉、差別、懲戒、労働時間、補償、マネジメントシステム)を定める
エコ管理・監査制度	EU規則に基づき加盟国の検定機関が1994年から登録する環境問題の規格参加企業は環境レビューと環境監査を実施した上で環境声明書を作成し、第三者の検証を受け、検定機関に提出して登録を受ける
ISO14000	国際標準化機構ISOの定める環境マネジメントシステム認証で1996年発効環境方針と環境管理計画の2層構造を採り、定量的目標を掲げる計画をPDCAサイクルで実行した上で経営陣のレビューを受け、環境方針に反映して継続的な改善を図る
ISO26000	ISOの定める企業の社会的責任に係る規格で2010年発効7つの原則(組織統治、人権、労働慣行、環境、公正な事業慣行、消費者問題、コミュニティ参加)を掲げた上で原則を実践する際の具体的内容などを定める

(出典) SOMPO 未来研究所作成

(4) 評価に基づく投資活動

ESG 投資の分類では、世界持続可能投資連合(GSIA)による7区分⁶⁸が有名であり、ESG 投資に係る統計でしばしば目にする。話を単純にするため、投資をするかしないか、投資後に何かをするかしないかという視点で区分してみると、企業の中から投資先を選別して投資するスクリーニング、既に投じている投資を引き揚げるダイベストメント、投資後に投資先に働きかけるエンゲージメントという3区分が考えられる。コストの安い方から並べるとダイベストメント(業種で決まることが多い)、スクリーニング(企業間比較が必要)、エンゲージメント(手間をかけて相手への提案を作成)の順になる。エンゲージメントと一括りにしても、投資先の業績向上計画を分析し、その期待される効果や実現可能性を評価し、投資先の経営陣を納得させるだけの根拠のある改善提案を行うとなると、相当のコストを要することになる(《コラム2》参照)。やはり「どこまでコストをかけるのか」が重要な問題である。

⁶⁷ 米カリフォルニア州電力大手 PG&E が2019年1月に連邦破産法11条適用を申請した。2017-18年の山火事被害に係る賠償請求に備えた措置だと言われるが、山火事の原因は乾燥・強風にもあり、同社破綻は気候変動リスクが顕在化した最初のクレジットイベントだとも言われる。同社のESGスコアは高く、ESGスコアの機械的参照に警鐘を鳴らした。池田裕樹ら「ESG投資の最近の潮流」(前掲)6頁など。

⁶⁸ GSIAは2012年からESG投資に係る統計をまとめており、そこではネガティブ・スクリーニング、ポジティブ・スクリーニング、規範ベース・スクリーニング、インテグレーション、サステナビリティ・テーマ投資、インパクト投資、エンゲージメントという7区分を用いている。

(5) 小括

以上に概観したとおり、ESG 投資は各プロセスで相応のコストを要する。逆に言えば、ESG 投資においては、投資家がやるか否かというより、どこまでコストを投じてやるかが重要である。ユニバーサルオーナーシップが当てはまる巨大投資家を別にすれば、殆どの機関投資家が当面する課題である。また、企業側にも ESG 問題に取り組むコスト（開示や認証のコストを含む）が生じる。企業と投資家がコストを分担し合って、ESG という名の地球規模の問題に貢献していることになる。地球規模の問題を放置した場合に予想される社会的コストに比べれば、企業と投資家が前倒しでコストを負担する方が安上がりになるという計算は成り立つが、この 2 者だけが負担すべき理屈はない。

4. ESG 問題への貢献

ESG 投資は投資リターンの最大化だけを追求するものではない。ESG 問題への貢献（ESG 貢献）を目的の 1 つに掲げる以上、その投資が「何に貢献したのか」「その貢献に効果はあったのか」という点も重要である。

(1) ESG 貢献目標：SDGs

ESG 貢献は、かつては個々の企業活動が環境などに与える負のインパクトを取り除くことを意味していたが、近年はグローバルな経済システムがもたらす負のインパクトを取り除くこと（システムの一翼を担う企業・投資家はその除去に貢献すること）にまで広がっている。その転機が「持続可能な開発目標（SDGs）」である。

「持続可能な開発」は、国連「環境と開発に関する世界委員会」が 1987 年 4 月に発表した報告書「われら共有の未来（Our Common Future）」で提唱した概念で、そこでは

「将来世代のニーズを満たす能力を損なうことなく現在世代のニーズを満たすような開発」と定義された。途上国開発における環境破壊がその背景にある。

この報告書を契機として国連は「持続可能な開発」に関する目標を設定するようになった⁶⁹。「21 世紀に向けた持続可能な開発のための行動計画（アジェンダ 21）」（1992 年）や「ミレニアム開発目標（MDGs）」（2001 年）である。これらが主として途上国を対象とし、社会的問題（貧

《図表 7》MDGs と SDGs

MDS s	SDGs
1. 貧困と飢餓の撲滅	1. 貧困をなくそう
	2. 飢餓をゼロに
4. 乳幼児死亡率の削減	3. すべての人に健康と福祉を
5. 妊産婦の健康改善	
2. 初等教育の完全普及	4. 質の高い教育をみんなに
3. ジェンダー平等の推進	5. ジェンダー平等を実現しよう
	6. 安全な水とトイレを世界中に
6. 持続可能な環境の確保	7. エネルギーをみんなにそしてクリーンに
	8. 働きがいも経済成長も
	9. 産業と技術革新の基盤を作ろう
	10. 人や国の不平等をなくそう
	11. 住み続けられるまちづくりを
	12. つくる責任つかう責任
	13. 気候変動に具体的な対策を
	14. 海の豊かさを守ろう
	15. 陸の豊かさを守ろう
	16. 平和と公正をすべての人に
7. グローバル・パートナーシップ	17. パートナーシップで目標を達成しよう

（出典）SOMPO 未来研究所作成

⁶⁹ 従来は「国連開発の 10 年」という名称で 1961 年、1970 年、1980 年、1989 年に採択されてきた。

困・不平等など)の解決に力点を置いていたのに対し、先進国・途上国に共通する課題に組み替え、かつ、従来は別に議論されていた環境目標を統合したが「SDGs」である(《図表7》参照)。SDGsは2015年9月の国連総会で採択された。SDGsは、環境系の3のゴール(気候変動、海洋資源、陸上資源)を含む、17のゴールと169のターゲットで構成される。

このSDGs採択が企業のESG取組みや投資家のESG投資の浸透・定着に大きく貢献したことは間違いない。ただ、企業取組みのターゲットを劇的に拡大させて、業績向上目的と社会貢献目的との境界を曖昧にし、また、投資によるESG貢献度合いの把握を難しくする要因ともなっている。

(2) 企業への働きかけによる貢献

ESG投資は、資金供給を通じて企業のESG取組みを促すものであるが、供給した資金がESG取組みに費消されることは担保されていない。その限界を打破して企業に直接的に働きかけてESG取組みを促すこともある。ここではダイベストメントとエンゲージメントについて概観する。

ダイベストメントは、資金の供給と逆の動き、すなわち資金を引き揚げることにより投資家の意思を表示するものであり、化石燃料開発企業からの投資の引揚げが有名である。環境NPOカーボン・トラッカーは2011年に報告書「燃やせない炭素」を発表⁷⁰し、気温上昇を2℃未満に抑えようとする化石燃料の8割が「使うことのできない資産(座礁資産)」になると試算し、座礁前に投資を引き揚げる「ダイベストメント」が始まった。学生が大学に対しその運用する基金においてダイベストメントを行うよう要求したことから始まり、化石燃料で財を成したロックフェラー系の財団が2014年9月にダイベストメントを表明してから脚光を浴びるようになり、ノルウェー政府年金基金の方針決定⁷¹(2015年6月)やパリ協定の採択(2015年12月)を受けて金融機関・保険会社にも浸透していった。

ダイベストメントに対しては、対象企業が脱炭素に取り組むように誘導することにならないという批判がある⁷²。機関投資家も、エンゲージメントにより企業を動かさなかった場合の非常手段と位置付けるところが多い⁷³。

エンゲージメントは、投資家が株主としての影響力を駆使して企業に変革を働きかけることである。当初は、株主総会における質問権や提案権を行使する「対立型」のケースが多かった。黒人活動家が1967年のイーストマン・コダック株主総会において黒人雇用方針などを質問した⁷⁴のが先駆とされる。2008年の世界金融危機において「投資家が目先の利益を重視したことが企業経営者の短期主義(ショートターミニズム)に拍車をかけた」という教訓が引き出され、「企業との建設的な対話」というエンゲージメントが主流になり、スチュワードシップ・コード(英2010年7月、日2014年2月)に繋がっている。環境問題では、複数の機関投資家が同一歩調で企業に働きかける「集団エンゲージメント」が注目される。共同歩調のためのイニシアティブとして、温暖化ガス排出量の多い企業に排出削減を求める

⁷⁰ Carbon Tracker Initiative, “Unburnable Carbon: Are the world's financial markets carrying a bubble?” 2011

⁷¹ 環境省「長期低炭素ビジョン」(2017年3月)24頁など。

⁷² 竹内純子「気候変動を動かす金融・投資の動き」(環境管理2016年8月号)。

⁷³ 池田裕樹ら「ESG投資の最近の潮流」(前掲)5頁など。

⁷⁴ 米国ロチェスター市で人種差別に起因する暴動が発生したことを契機に黒人運動家が同市の有力企業であったイーストマン・コダックに対し株主総会での質問権を行使するなどの働きかけを行い、同社は問題解決に取り組むことで合意した。奥野寿「コーポレートガバナンス、社会的責任投資、企業の社会的責任を巡るアメリカの法的状況」(労働政策研究研修機構報告書88号、2007年9月)22頁。

「Climate Action 100+⁷⁵」が有名である。

エンゲージメントに対しては、コストに対する懸念（上記3（4）参照）が強い。

このように、ESG 投資が問題解決に貢献できたのかという「不透明感」に対し、投資家はその意思を投資先企業に伝え、ESG 取組みを直接的に促すという動きが生じている。こうした動きがどの程度の貢献になったのかという効果計測は残課題である。

（3）投資家の貢献

企業が自社活動により排出される温暖化ガス（GHG）の削減を目指すのと平行に、機関投資家も、投資先の GHG 排出量を足し合わせて投資ポートフォリオからの排出量と看做し、排出削減効果のある投資ポートフォリオを目指そうとしている。機関投資家によるイニシアティブには、投資ポートフォリオを構成する投資先企業の GHG 排出量の測定・公表にコミットする「モンテリオール・カーボン誓約⁷⁶」

（2014年9月）、投資ポートフォリオの脱炭素化をコミットする「ポートフォリオ脱炭素連合⁷⁷」（2014年9月）、企業への働きかけや政策提言にコミットする「投資家アジェンダ⁷⁸（2018年9月）」、投資ポートフォリオの GHG 排出量を 2050 年までにゼロにすることをコミットする「ネットゼロ・アセットオーナー連合⁷⁹（2019年9月）」などがある。

これらのイニシアティブは、投資家が自らを規律付けするというより、投資先企業に対して、ポートフォリオから外されることの危機感を植え付け、排出量削減に誘導することを意図するものであろう。

（4）小括

SDGs は、企業の ESG 取組みに対して目標を提供するとともに、ESG 投資の認知度を飛躍的に高めた。ただ、業績向上やリスク回避に係る目標だけでなく、社会貢献的な目標も含まれるだけに、企業取組みの方向性が拡散することが懸念され、ひいては投資家として何を働きかけるべきかという点を曖昧にする可能性も生ぜしめた。ESG 投資を行えば企業が必ず ESG 問題に取り組むという担保がない中で、エンゲージメントなど企業に直接働きかけて取組みを促す試みが広がっている。ただコストの問題があり「どこまでやるのか」という組織戦略を決めておく必要がある。投資家によるポートフォリオ排出量の開示は、最終的には、投資先企業に排出量を意識させることを目的とする。

5. ESG 投資の実行に係る課題

ESG 投資を投資として見ると様々なネガティブ要因が浮かび上がる。そのうち「コスト問題」にあっては、投資家は先ず「どこまでコストを投じるのか」を決めた上で ESG 投資に取り組むことが必要である。また、「投資リターン」問題にあっては、他の投資手法より優れていると実証された訳でなく、今

⁷⁵ 気候変動サミット（2017年12月）に合わせて 224 の機関投資家が多排出企業 100 社に対策強化を働きかけるイニシアティブを開始した。その後に対象企業を追加して「100+」となった。

⁷⁶ 責任投資原則（事務局）と UNEP 金融イニシアティブが支援して 2014 年 9 月に「Montreal Carbon Pledge」設立。

⁷⁷ UNEP、UNEP 金融イニシアティブなどが支援して 2014 年 9 月に「Portfolio Decarbonization Coalition」設立。

⁷⁸ UNEP 金融イニシアティブ、責任投資原則（事務局）などが気候リスク投資家サミット（2018年1月）において提唱し、同年9月に「Investor Agenda」発足。

⁷⁹ UNEP 金融イニシアティブ、責任投資原則（事務局）が国連事務総長気候サミット（2019年9月）において 12 の機関投資家が参加する「Net-Zero Asset Owner Alliance」発足を宣言。

後も実証される見込みがない中で、「受託者責任」の要請を意識しながら慎重に取り組んでいく姿勢が望まれる。他方で、企業や社会を動かそうとすると多数の投資家を糾合する必要があり、「社会的運動」の色彩を帯びる。ESG 投資を社会的運動として見ると、糾合した投資家の数だけ影響力が高まり、ひいては「着実な投資手法」の地位を獲得する可能性も生じる。

投資家が実際に ESG 投資を開始した後に当面する課題としては、手法が確立されていない「企業評価」を自ら切り開いていかなければならないというものがある。また、投じた資金が ESG 問題の解決に貢献しているのかという点を常に意識しておく必要がある。ユニバーサルオーナーシップの議論が当てはまる巨大投資家は、こうした課題に先陣を切って取り組んでいくことが正当化される。そうではない投資家は、「リーダー追随方式」など身の丈に合った取組みが受託者責任の観点から必要である。

IV. おわりに

ESG 投資の関係者（国連、投資家、金融機関）には win-win の関係が成立しており、参加のしやすさなど優れた枠組みを採用していることも相俟って「大きなうねり」に繋がり易くなっている。具体的には、国連が地球規模の問題の解決を志向し、投資家が注力すべき株主活動に活路を切り開きたいと希望し、金融機関が新たな「資金供給責任」のあり方を模索している中で、「ESG 投資」が 3 者を結び付ける「かすがい」の役割を果たしている。

ESG 投資を「投資」として見ると様々なネガティブ要因を抱えている。しかし、見方を変えて「社会的運動」として見ると「着実な投資手法」となる可能性がある。具体的には、投資家・金融機関が次々に参加して「大きなうねり」になると、そこで生まれる「投資の圧力」が企業・社会を動かすようになる。そうになると、ESG 投資に乗り遅れた投資家・金融機関はその果実を享受できなくなる。これは ESG 取組みに劣後した企業がいつの間にか市場競争力を失うのと同じである。

冒頭に掲げた「実務者から見た疑問」に対し「疑問を氷解させる正解」はなさそうである。ただ、ESG 投資を「社会的運動」と捉えて、その流れに乗り遅れないことが重要であると言うことはできる。ESG 投資を開始する際には「身の丈に合った取組み」が受託者責任の観点から必要である。