

国内外経済の動向

ESG投資の現状と今後の展望

【ポイント】

1. ここ数年、Environment（環境）、Social（社会）、Governance（ガバナンス）といった非財務情報を投資判断に組み入れる ESG 投資が急速に拡大している。
2. ESG 投資が拡大した要因として、国連による PRI（責任投資原則）の提唱や SDGs（持続可能な開発目標）の採択、そして多国間の国際的な合意であるパリ協定など、世界的な取り組みが挙げられる。
3. 地球規模の環境問題や温暖化問題、社会問題などの解決に向けて、ESG 投資拡大の流れは今後も長期にわたって継続するだろう。

ここ数年、ESG 投資が急速に拡大しているが、その背景にはどのようなものがあるのだろうか。ESG 投資を巡る歴史的な経緯や拡大の要因を概観し、直近の ESG 投資を巡る動向や課題に触れたうえ、今後の ESG 投資の方向性について考察してみたい。

1. ESG 投資とは

ESG 投資とは、投資先企業の選定プロセスに、売上高や利益などの財務情報といった従来からの尺度だけではなく、Environment（環境）、Social（社会）、Governance（ガバナンス）などの非財務情報も投資判断に組み入れる投資手法を言う。言い換えると、業績といった目に見える価値だけではなく、環境や社会に対する取り組みや、地域社会への貢献度合いといった目に見えない価値に着目し、これら ESG 課題に対する取り組みに優れている企業は、長期的に企業価値の最大化を実現する可能性が高いとの考えに基づき、収益を追求する投資手法である。

ESG 投資の起源は、「社会的責任投資」（SRI : Socially Responsible Investment）と言われている。SRI とは、企業の収益性や成長性に加えて、「社会的責任」（CSR : Corporate Social Responsibility）を取り組む企業を評価し、環境や社会への貢献度の高い企業に投資する手法である。欧米での SRI は長い歴史を持ち、1920 年代に教会の資金運用において、宗教的倫理観からアルコールやタバコ、ギャンブルなどに関連する企業を投資対象から除外するというネガティブ・スクリーニングが始まりと言われている。その後、1960~1980 年代には米国での市民権拡大運動やベトナム反戦でのナパーム弾製造問題、南アフリカ共和国のアパルトヘイト反対運動などにおいて、機関投資家がそれらの問題に関連する企業に対して株主として圧力をかける手段として活用されてきた。日本において、1990 年代後半に環境問題に対する意識が高まり、個人投資家向けに一時的なブームとなった「エコファンド」も SRI のひとつである。SRI と ESG 投資は、基本的に同じではあるものの、SRI は一部の企業に対する社会の期待を反映した投資であるのに対して、ESG 投資は世界の全ての企業が対象になっている点で異なっている。

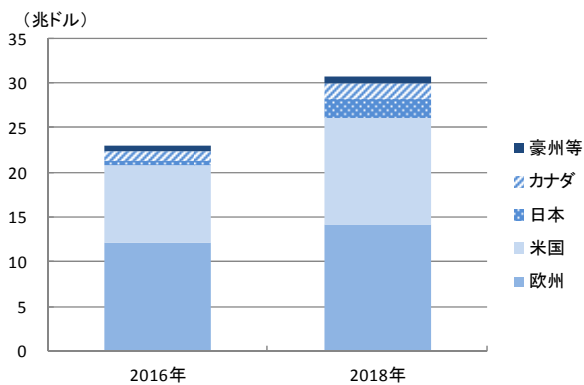
2. 拡大する ESG 投資

図表 1 は、ESG 投資を推進する世界 7 団体の協働組織である GSIA（The Global Sustainable Investment Alliance）が「2018 Global Sustainable Investment Review」に

において公表している、世界の地域・国別の ESG 投資残高である。図表が示す通り、世界の ESG 投資残高は 2016 年の約 22.9 兆ドルから 2018 年には約 30.7 兆ドルとなり、この 2 年間で 34% 増と大幅に増加した。そして、2020 年には 35 兆ドルに達すると見込まれている。また、同期間における国・地域別の詳細を見てみると、欧州は約 12.0 兆ドルから約 14.1 兆ドルへ 17% 増、米国は約 8.7 兆ドルから約 12 兆ドルへ 38% 増となり、欧州と米国だけで世界の ESG 投資残高全体の約 85% を占めている。日本は約 0.5 兆ドルから約 2.2 兆ドルへ約 4.6 倍と、直近の ESG 投資の拡大は目を見張るものがあり、投資残高では約 7% と欧米には及ばないものの、欧州、米国に次ぐ 3 番目に大きな市場として存在感を増している。

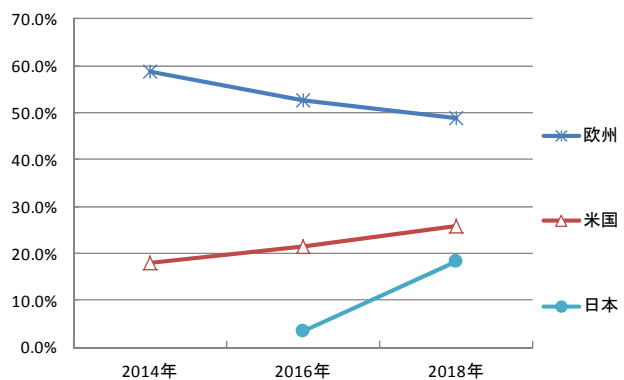
次に、図表 2 は、各地域・国別における運用資産残高のうち ESG を考慮した運用資産残高の割合を示している。これによれば、欧州はやや低下傾向ながら 48.8% と高い水準を維持している。その一方、米国と日本は、それぞれ 25.7%、18.3% と低い水準にあるが、緩やかな上昇基調を辿っており、今後も ESG 投資の拡大が期待される。

図表 1. 地域・国別の ESG 投資残高



(資料) Global Sustainable Investment Allianceより富国生命作成

図表 2. 地域・国別の ESG 投資残高の割合



(資料) Global Sustainable Investment Allianceより富国生命作成

上記の通り拡大している ESG 投資だが、広く認知されるようになったのは、2006 年 4 月にコフィー・アナン第 7 代国連事務総長が各国金融業界に向けて、ESG を投資プロセスに組み入れる「責任投資原則」(PRI: Principles for Responsible Investment) を提唱したことがきっかけと言われている。

加えて、日本においてはアベノミクスが ESG 投資の拡大に影響を与えた側面も無視できない。2013 年 9 月、安倍首相はニューヨークでスピーチを行い、日本の株式市場へ外国人投資家を積極的に呼び込む方針を表明し、2014 年 2 月には「日本版スチュワードシップ・コード」を発表した。このコードの原則 3「機関投資家は、投資先企業の持続的成長に向けてスチュワードシップ責任を適切に果たすため、当該企業の状況を的確に把握すべきである」を受けた指針では、「把握する内容としては、例えば、投資先企業のガバナンス、企業戦略、業績、資本構造、リスクへの対応など、非財務面を含む様々な事項が想定される」と記述された。その後も、安倍政権では ESG 投資を促進する動きが継続した。これが国内で ESG 投資を拡大させた要因のひとつだ。

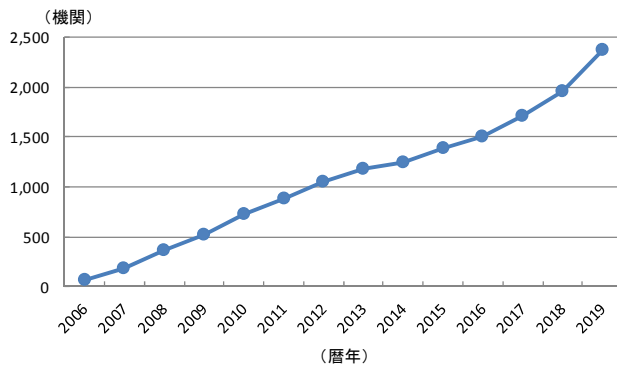
3. ESG 投資を拡大させた PRI、SDGs、パリ協定

ESG 投資を拡大させた要因として、①国連による PRI の提唱のほかに、同じく②国連による SDGs の採択、そして③気候変動への国際的な取組みを決めたパリ協定での合意の 3 つが挙げられる。

①国連は PRI のなかで、機関投資家の意思決定プロセスにおいて、ESG 情報を考慮すべきとした世界共通のガイドラインを提唱した。PRI では、持続可能な社会の形成に向けて解決すべき課題を 3 分野に整理したうえ、投資分析と意思決定のプロセスへ ESG 要素を取り

込むことや、投資対象企業に対して ESG 課題に関する情報を適切に開示するよう求めること、など 6 つの原則が提起された。おりしも 2008 年のリーマンショックを機会に、短期的な利益追求に対する批判が高まったことが、PRI に賛同し、署名する機関投資家数が増加する契機となった。図表 3 が示す通り、PRI の署名機関数は年々増加しており、2019 年 10 月時点で、世界で 2,500 社近い年金基金や運用会社などが署名している。日本においては、2015 年 9 月に世界最大の年金基金である年金積立金管理運用独立行政法人 (GPIF) が PRI へ署名を行ったことで、署名機関の増加に弾みがつき、現時点で 75 社が PRI の署名機関となっている。当社も 2016 年に署名を行った。

図表 3. PRI 署名機関数推移



(資料) PRIより富国生命作成

② 「持続可能な開発目標」 (SDGs :

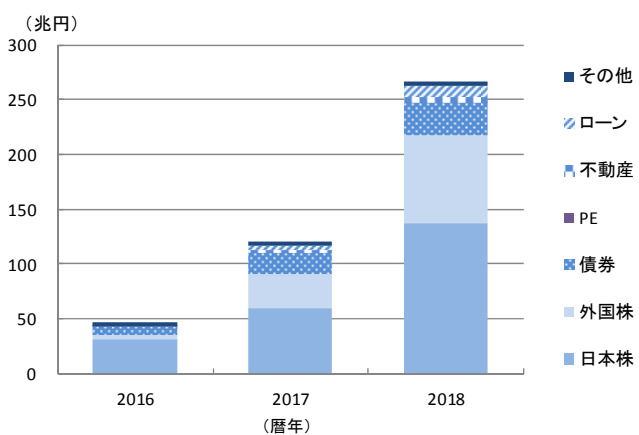
Sustainable Development Goals) とは、2015 年 9 月の国連サミットで採択された「持続可能な開発のための 2030 アジェンダ」に記載された 2030 年までの国際目標である。それは、2030 年のあるべき姿に向けた 17 のゴールと、それらを達成するための 169 のターゲットから構成されている。最後に、③ 「パリ協定」とは、2015 年 12 月、第 21 回気候変動枠組条約締結国会議 (COP21) が開催されたパリにおいて採択された、気候変動抑制に関する多国籍間の国際的な合意である。これを契機に気候変動問題に対する注目度が一気に高まった。

以上の通り、2006 年の PRI の提唱に始まり、2015 年の SDGs 採択、パリ協定での合意という世界的な取組みは、企業にとっては ESG 戦略を策定するうえでの起点となり、また機関投資家にとっては企業の ESG 評価を行う指針としての役割を果たすこととなった。

4. 株式中心から債券などに拡大する ESG 投資

図表 4 は、日本国内のサステナブル投資残高の推移である。この図が示す通り、2016 年から 2018 年にかけて、日本株は約 31.2 兆円から約 137.4 兆円へ、外国株が約 4.6 兆円から約 80.5 兆円へ大きく拡大している。そして、2018 年時点では日本株と外国株の合計は全体の 81.7% を占めており、ここ数年の ESG 投資の拡大は内外株式が中心であった。しかし、直近では、債券、プライベート・エクイティ、不動産など幅広い資産に ESG 投資が拡大している。

図表 4. 国内のサステナブル投資残高推移



(資料) 日本サステナブル投資フォーラムより富国生命作成

特に、債券は 2016 年の約 6.8 兆円から 2018 年には約 28.9 兆円まで拡大し、全体で約 10.8% を占めている。世界では債券の ESG 投資に占める割合は約 36% であり、これと比較すると日本での債券における ESG 投資の拡大余地は大きいと思われる。

世界における債券の ESG 投資は加速している。世界のグリーンボンド (環境問題の解決に向けた事業を資金用途とする債券) の発行額は、グリーンボンド発行促進プラットフォームの公表データによれば、2015 年の 418 億ドルから 2018 年には 1,685 億ドルまで拡大し、今年 2,500 億ドルの発行が見込まれている。その他にも、ソーシャルボンド (社会的な課

題の解決に向けた事業を資金使途とする債券) やサステナビリティボンド(環境・社会の持続可能性に貢献する事業を資金使途とする債券) など、多様な商品が積極的に提供されている。

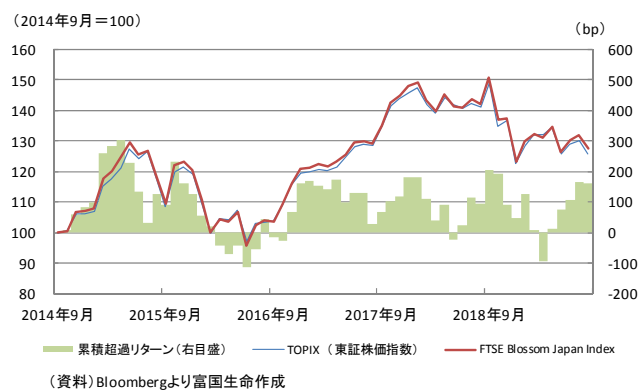
また SDGs のゴール達成に関して、国連は 2030 年までの目標達成に向けて年間 3~5 兆ドルの資金を調達する必要があると推計しており、長期の投資やプロジェクトを実施するため、国際機関や国などを中心に多額の資金調達ニーズがある。そして、債券は重要な資金調達手段のひとつであり、今後の債券の ESG 投資の拡大に影響を与えていくだろう。

5. ESG 投資はリターン獲得につながるか

さて、市場参加者が抱く重大な関心事のひとつは、ESG 投資が長期的に安定したリターンを獲得できるかどうかだ。受託者責任の観点からとても重要となる。ESG 投資のパフォーマンスについては数々の検証がなされ、賛否両論あるが、現時点では有意にマイナスと言えないことから、ESG 投資を肯定する見方が主流となっている。

図表 5 では、日本株において ESG 投資指数が通常の投資指数と比較して超過リターンを獲得しているか検証した。ESG 投資の指数は多数あるが、ESG 要素の全てを考慮に入れた代表的な指数としては、FTSE Blossom Japan Index (ロンドン証券取引所グループの子会社が提供) と MSCI Japan Select Leaders Index (米国モルガン・スタンレーグループの子会社である MSCI が提供) の 2 つがある。今回は、FTSE Blossom Japan Index と通常の投資指数である TOPIX (東証株価指数) を用いて、2014 年 9 月から 2019 年 8 月までの 5 年間のリターンを算出した。これによれば、累積リターンは TOPIX で 25.86%、FTSE Blossom Japan Index で 27.48% となり、162bp の超過リターンを獲得し、ESG 投資を肯定する見解となりそうだ。

図表 5. ESG 投資指数と TOPIX のリターン推移



ただし、日本株の ESG 投資が急速に拡大するなか、国内株式市場では一部銘柄に資金が集中し、短期的に過熱感が強まっている。非財務情報から高い評価を得ている銘柄において、売上高や利益など伝統的な財務指標から分析すると割高感が強く、今後も継続的に超過リターンを獲得できるか注目である。元来、ESG 投資は長期的な効果を目指すものであることを考慮すると、より長期的な検証を実施する必要があるだろう。

6. まとめ

以上の通り、ここ数年で ESG 投資は大きく拡大してきた。この背景には、地球規模の環境問題や温暖化問題、社会問題が深刻化し、現実として私たちの生活や企業活動に影響を及ぼしていることが挙げられる。国際機関、国、地方政府、企業、機関投資家、個人など全ての利害関係者がこれらの問題を解決する必要性を認識し、模索し始めたことが ESG 投資を促進していると言える。問題解決には長い時間を要し、持続的な取組みが求められるなか、今後も ESG 投資は重要な役割を果たしていくと思われる。来年 2020 年 10 月には東京で PRI 年次総会が開催される。世界の ESG 投資の潮流を確認し、更に理解を深める良い機会となるだろう。

(財務企画部 大泉 洋栄)