

SDGs / ESG（環境、社会、企業統治）の潮流と企業の課題

根本直子

早稲田大学 経営管理研究科 教授

アジア開発銀行研究所

エコノミスト

naokonemoto@aoni.waseda.jp

2021年2月18日

本日のトピック



1. SDGs / ESG投資の動向
2. 日本におけるESG投資
3. ESG評価とリターン、企業価値の関係
4. ESG投資の課題
5. 日本郵政Gの課題

1. SDGs/ SG投資の動向



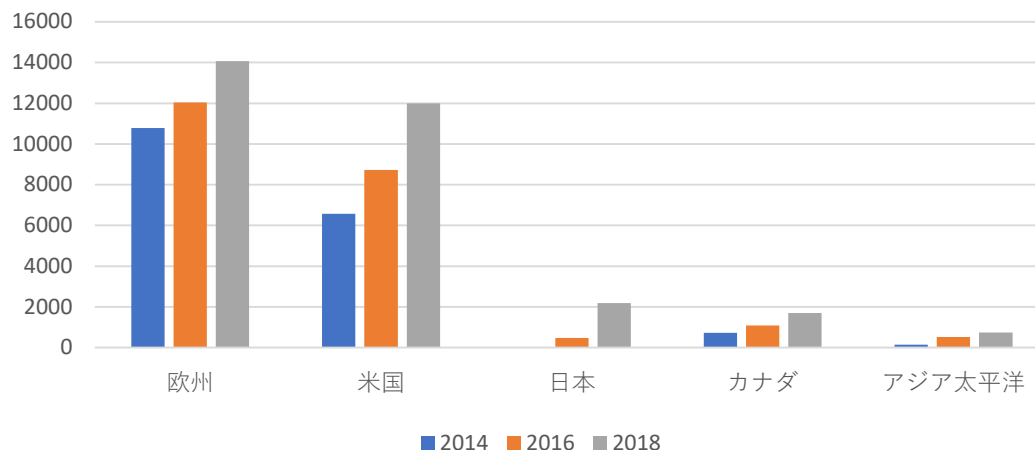
グローバルに拡大するESG投資

- ESG（環境、社会、企業統治）投資：投資分析と意思決定のプロセスにESG課題を組み込む
- 財務数字には反映されない企業の価値に注目して投資を選ぶ。
- 従来の資本主義の在り方を見直し、包摂的成長に着目する「ステークホルダー資本主義」の浸透

環境	気候変動、温室効果ガス排出、大気汚染、資源効率性、生物多様性
社会	人権問題、労働基準、安全衛生、ダイバーシティ、地域社会との関係、人的資本（健康、教育）
ガバナンス	企業統治、汚職、法の支配、社会制度の頑健性、透明性

グローバルなESG投資残高（18年）は30兆ドル、2014年から70%拡大

世界のESG投資残高の推移、国地域別動向（10億米ドル、%）



全体の資産に占める割合の推移、国地域別動向（%）

地域	2014	2016	2018
欧州	59	53	46
US	36	38	39
日本	0	2.1	7
カナダ	4	5	6
豪州・NZ	0.8	2.3	2.4

出所：GSIA 2018 Global Sustainable Investment Review

ESG投資拡大の背景

- 2006年、国連のイニシアティブによりPRI（責任投資原則）＜注1＞が示され「署名」する投資家が増加
- 2015年9月、国連加盟国はSDGs（持続可能な開発目標）に合意、採択
- 特に金融危機（07－08年）後、行き過ぎた資本主義、短期の収益重視への反省、格差社会への批判が広がる
- 責任消費、共感など個人の意識の変化（特にMillennial、Z世代はESG要因を重視＜注2＞）

注1) PRI アソシエーションが運営する国連とは独立した組織。ロンドンに本部。署名をした投資家の会費で事務局が維持されている。<https://www.unpri.org> 2021年1月現在 署名機関は3,613 うちアセットオーナーは594

注2) Deloitte, P. (2019). Mind the gaps: The 2019 Deloitte millennial survey.

SDGs 持続可能な開発目標

MDGs（ミレニアム開発目標）2001年—2015年との違い
途上国対象、開発援助→先進国も含むすべての国、企業等に
適用、より包括的（8ゴールから17ゴール）

SUSTAINABLE DEVELOPMENT GOALS

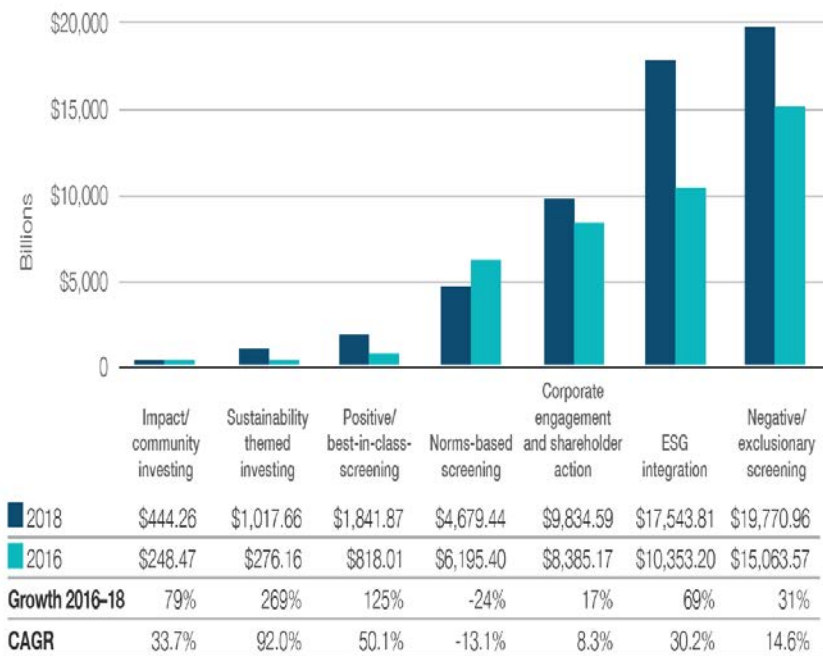


ESG投資の手法

ネガティブ・スクリーニング	外形的基準で特定のセクターや個別企業をポートフォリオから除外（石炭、アルコール、たばこ等）
ESGインテグレーション	投資プロセスにESG要因を組み入れて投資判断
エンゲージメント・議決権行使	ESGの課題について、株主として議決権行使や、企業にエンゲージメントを行い改善を促す
国際規範スクリーニング	国際的な規範に違反した企業をポートフォリオから除外
ポジティブ・スクリーニング	各セクター内でESGレーティングが高評価の企業でポートフォリオを構築
サステナブルテーマ投資	特定のテーマ（クリーンエネルギー、女性活躍等）を投資アイデアとする
インパクト投資	社会問題、環境問題の解決を目的とした投資

日本ではエンゲージメント、インテグレーションのウエイトが高い

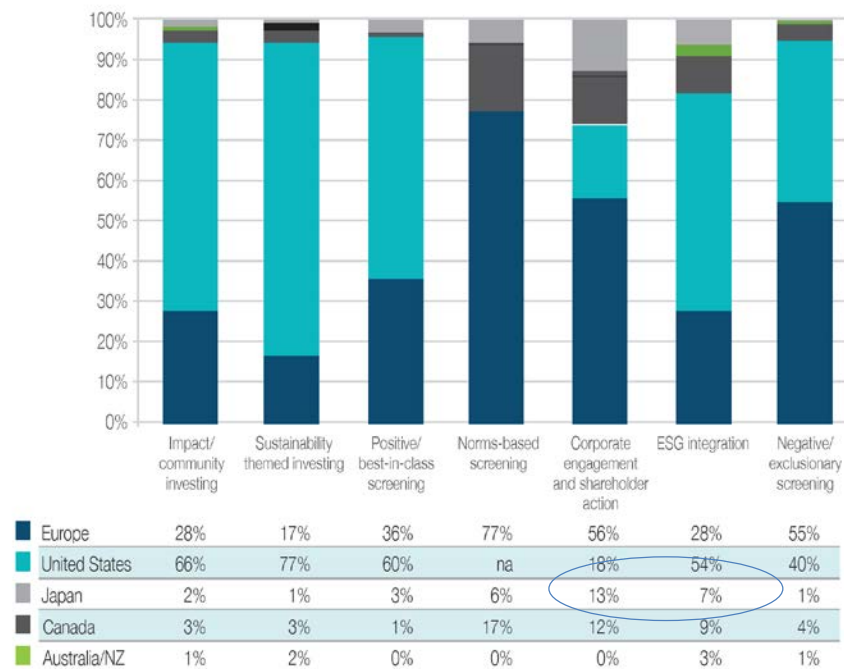
FIGURE 6: GLOBAL GROWTH OF SUSTAINABLE INVESTING STRATEGIES 2016-2018



Note: Asset values are expressed in billions.

Some corrections to the 2016 strategies have been made. See the Methodology section for more information.

FIGURE 7: REGIONAL SHARES, BY ASSET WEIGHT, IN GLOBAL USE OF SUSTAINABLE INVESTING STRATEGIES 2018



出所 : GSIA 2018 Global Sustainable Investment Review

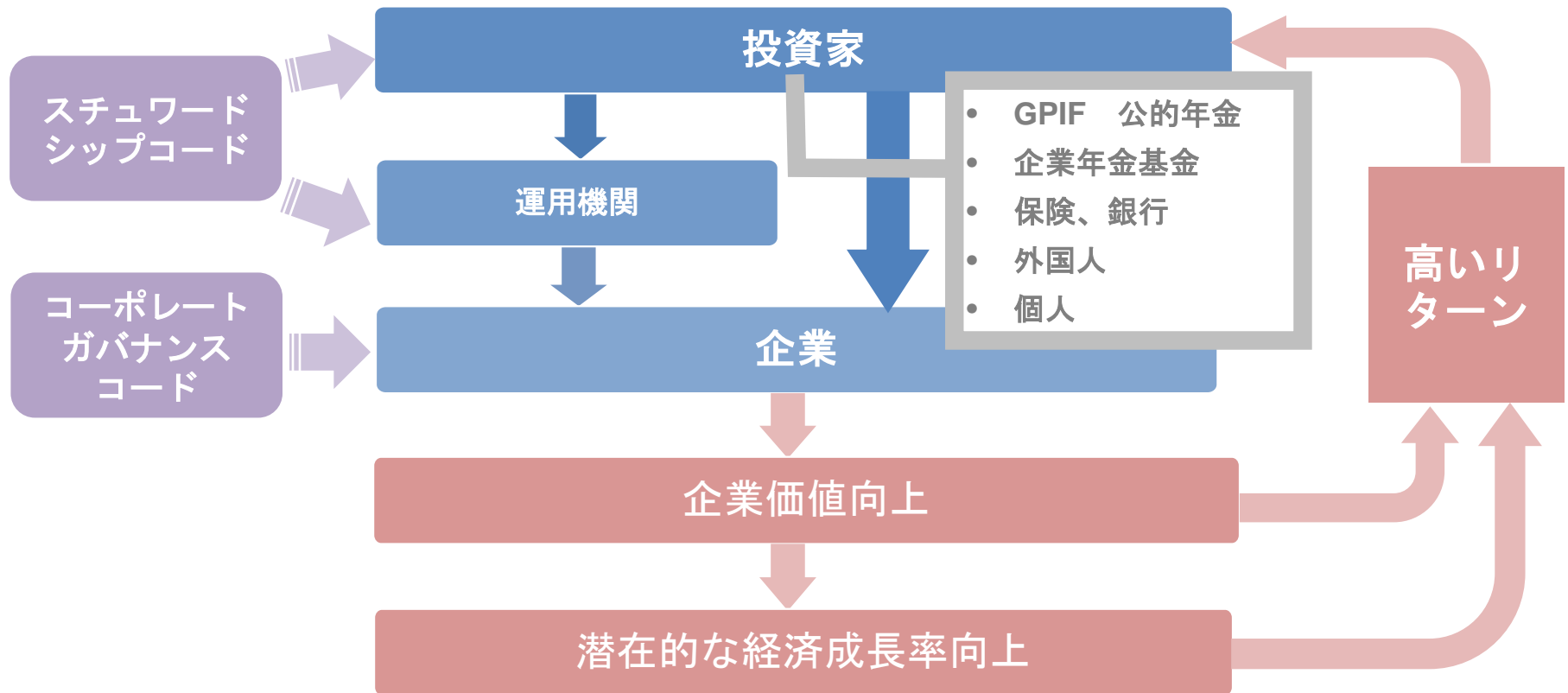
2.日本におけるESG投資



日本の投資家を取り巻く環境の変化

2006年4月	PRI（責任投資原則）の公表
2014年2月	日本版スチュワードシップコード 導入
2015年6月	コーポレートガバナンスコード 導入
2015年9月	GPIFがPRI署名機関となる
2015年12月	パリ協定
2017年5月	経産省、価値協創のための統合的開示・対話ガイダンスー ESG・非財務情報と無形資産投資を公表 伊藤レポート2.0
	環境庁 グリーンボンドガイダンス発表
2017年5月	スチュワードシップコード一部改訂
2018年6月	コーポレートガバナンスコード一部改訂
2018年6月	政府は「未来投資戦略2018」発表、ESG要素と企業価値向上を 強調
2019年6月	G20大阪サミットでは日本が議長国としてSDGs 達成のための ロードマップをまとめる
2020年3月	スチュワードシップコード改訂 ESGを含むサステナビリティ の考慮と企業との対話を重視

ESG投資による市場活性化



年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF) はESG投資に積極的

- ユニバーサル・オーナーとして、日本の株式市場全体の底上げを図る
- 長期投資家として、負の外部性（環境、社会への大きな負荷）とリスクを排除
- 2017年7月以降 ESG指数を採用（ESG指数に連動する運用資産額 5.7兆円＜ESG活動報告2019年度＞）
- 債券、オルタナティブ等の運用にもESG要因を勘案

包括的な指数

FTSE Blossom Japan Index
MSCI Japan ESG Select Leaders Index
MSCI ACWI ESG Universal Index

テーマ別指数

環境	S&P/JPX	カーボンエフィシエント	指数
	MSCI	日本株女性活躍指数	
社会	Morning Star	ジェンダーダイバーシティ	指数

ESG投資に関わる最近の動向

市場はコロナ禍でも拡大：1-9月世界のサステナブル市場（貸出、債券）は\$460B 前年同期比+30%増加。1-11月ESGファンドへのネット資金流入は\$1.3T、前年の1.5倍（IIF）

環境面での政策が加速：EU：グリーンリカバリー、DXを復興の柱に。米国：パリ協定復帰、2050年ネットゼロ、中国：2060年ネットゼロ表明。日本：温暖化ガス排出2050年に実質ゼロ、エネルギー基本計画見直しへ

金融監督、規制、基準：バーゼル委員会、NGFSで気候リスクと規制との関連を検討。IFRS財団が非財務情報開示基準の統一化に向けた新組織を設立予定。ICMAはトランジションボンドの基準を公表（20年12月）

投資家はESG要因をより重視：

BlackRock書簡：ESGを軸にした投資を強化、気候変動の開示を要求、石炭関連投資を削減。

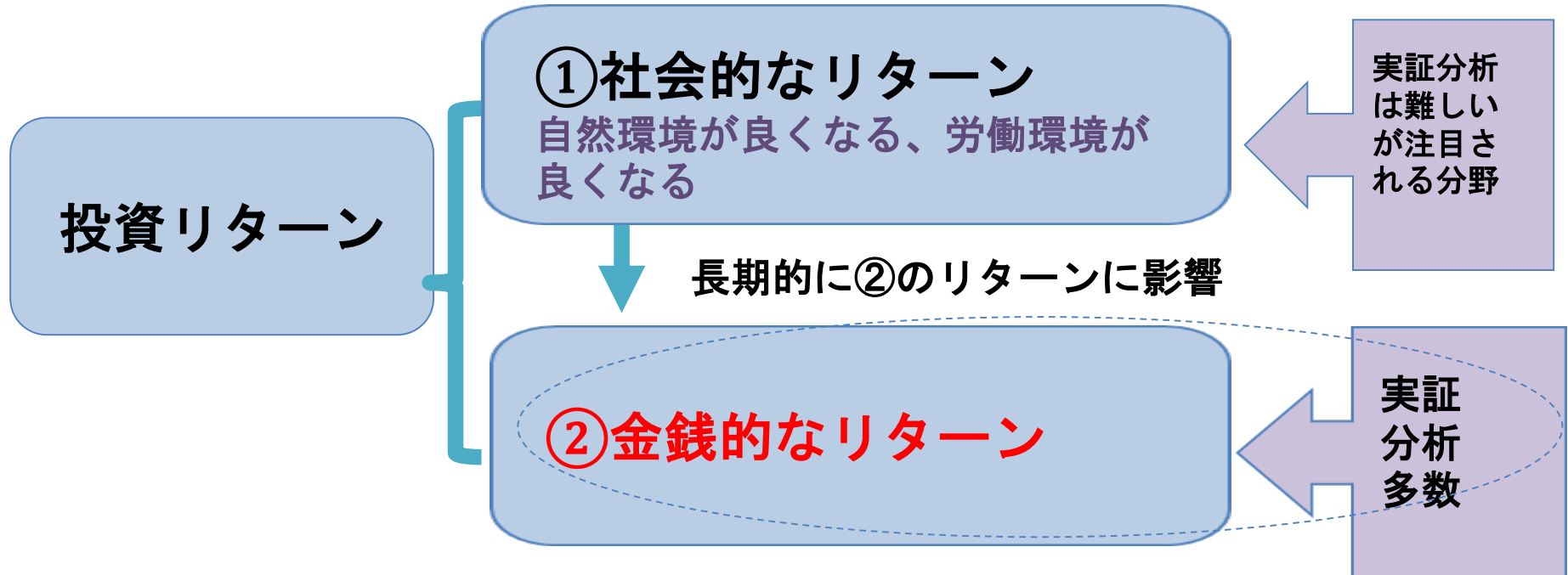
投資家が重視するテーマ：コロナ禍でS（人的資本、多様性）が注目さるがG（サイバー、BCP）およびE（気候）も引き続き重要

3. ESG評価とリターン、 企業価値の関係



ESG投資と金銭的なリターン

ESG投資は社会的な貢献だけを考えて慈善事業ではなく、リターンを追求している。



- スウェーデン公的年金「倫理と環境問題は、高い収益率という全体的な目標から逸脱しない範囲で考慮されなければならない」①を明確に規定
- GPIF（年金積立金管理運用独立法人）は他事考慮を禁止しており②に影響することから①を勧案する。

ESG評価と投資リターン、企業業績に関する研究

金銭的なリターンの源泉は企業業績にあり、ESG投資家にとって、ESG評価と企業業績との関係は重要な点。多くの研究がESG評価と企業業績（CFP）との関係を分析。

- ESG評価とCFP(Corporate Financial Performance)の関係を評価。1970年代からの既存研究2,200以上の包括的なレビューレビュー。株式については約5割の研究においてESGとCFPはポジティブな関係にあることを示した。CFPとは会計ベースの業績、市場パフォーマンス、収益の成長、リスク関連指標等（Frieda et al.(2015)）
- 平常時にはCSRの高い企業の株価パフォーマンスと低い企業に有意な差はないがリーマンショックのような企業への信頼が問われる危機時にはCSRの高い企業がより良好な株価パフォーマンスをあげていた（Lins et al.(2019)）
- 広範囲の日本企業を対象に、CSRへの取り組みとトービンのQ、株式投資収益率にはポジティブな関係があることを示した（首藤・竹原（2016））理論的な背景としては、多様なステークホルダーの利害の調整は財務面に好影響を与えること（Stakeholders Theory）、人材開発は企業の生産性を高める、情報開示の充実はブランドを高める等を指摘。

総じて、ポジティブな関係を指摘する研究が多いが、期間、分析手法、対象範囲、変数の選択、採用するESG評価指数の違い、などによりまちまちな結果（湯山 2000）。

日本においては研究の蓄積が相対的に少ない

企業のESG課題への取り組みは長期的に顕在化すること、また投資環境、市場、政策が大きく変化していることは留意する必要

ESGに関する研究：

先行研究では株式投資が中心、債券、不動産を対象としたものが少ない。またESGと企業の財務価値の関係を対象とした研究は多いが、そのメカニズム、ESG評価と社会的価値や長期的な競争力との関係を対象とした研究が少ない。

1. ESG評価と債券スプレッドの関係について（根本 et al. (2019)）
 - ESG評価の低いソブリンの調達コストは高い
2. ESG評価と企業の財務パフォーマンス、企業価値の関係
 - 日本企業を対象。ESG評価（東洋経済CSRランキング）と収益率には有為な関係はなかったが、長期的な資本コスト（ベータ）とは有為な関係がある（ESG評価の改善は長期的に企業価値を高めることを示唆）
3. ESG評価と企業ブランドの関係
 - 日本企業を対象。ESG評価と就職先としての人気ランキングには有為な関係があり、環境、ガバナンス、社会、の順に影響力がある。ESG評価を高めることは良い人材を惹きつけることを通じて、長期的な企業価値を高めることを示唆

4. ESG投資の課題



ESG投資の課題

サステナブルな活動の定義の明確化

国際的に統一されていない（グリーンウォッシュ発生）

EUではタクソノミー法制化、ASEAN等でも検討

各国のグリーンボンドガイドライン等

企業の非財務情報開示

多数の基準、企業の開示疲れ、信頼性

基準の統一化への動き、TCFD*は気候変動の情報開示を促進

投資家の分析、評価

指数会社、格付け会社等600以上の評価機関
形式チェックという批判

投資家のエンゲージメント、企業行動への影響

ESG投資のメリットへの懐疑論
エンゲージメントのコスト

*主要国の金融当局などで構成される金融安定化理事会（FSB）は2015年に気候変動関連財務情報開示タスクフォース（TCFD）を設立。気候変動リスクの情報開示を推進。日本企業は政府の奨励もあって2021年1月末で340社が賛同（世界の国の中では最多）

5. 日本郵政の課題



滋賀銀行：SDG s を基軸にビジネスモデルを変革

ブームになる前から自発的にSDG s に取り組む（環境融資、社会課題を起点とする起業支援等）

- 琵琶湖を抱える滋賀県は環境への意識高い
- 近江商人の三方よしの伝統
- 歴代頭取のリーダーシップ

サステナビリティ・デザイン・カンパニー を目指す

19年度からの中期計画では、従来の数字目標を変え、10年後の地域のあるべき姿を考え、その実現のために銀行ができることを目標とした（貸出増加目標→サステナビリティ投融資、コンサルティング件数、地域へのSDG s 研修等）

不動産業界：サステナビリティの一段の浸透が予想される

省エネ、環境性能、コミュニティへの配慮等を評価する認証制度の浸透

グリーンボンドの発行（現時点では大規模案件中心）

東証に 日経ESG-REIT指数が登場。投資家からみた基準の透明性が進展



日本郵政に対するステークホルダーの期待

責任投資

ゆうちょ銀行、かんぽ生命では投融資方針を開示

投資家の要求水準の上昇、インパクトの分析、リスク管理向上

顧客 社会 従業員

地域貢献、CO2削減、再配達削減、研修やダイバーシティ経営を掲げている

生産性向上と働き方の変革（人事運営、IT基盤）
顧客満足度、従業員満足度のKPI化

投資家

中期経営計画（21-25年）ではESGを重視

不祥事、評判リスクへの対応と再発防止（G）
収益性向上は引き続き重要なテーマ（G）
再生紙、包装、ペーパー削減（E）
従業員の主体的な参画、統合的な評価制度（S）

Summary

- 世界の投資家、企業はサステナビリティを重視する方向にあり、コロナ禍でもその傾向は変わらない
- 日本においては、スチュワードシップコードの策定、政府のコミットメント、有力投資家の動向がESG投資の浸透に貢献
- 企業のESG評価と企業業績の関係については、ポジティブとみる研究が多いが、コンセンサスはない。今後の研究の蓄積が必要
- ESG投資の評価基準はまだ発展段階。情報開示、情報の質の確保、分析手法の向上などが課題
- 日本郵政がSDGs / ESGの観点を重視していることは評価できる。投資家の意見等も取り入れた一段の強化が重要。

Thank you for your attention.

Naoko Nemoto

naokonemoto@aoni.waseda.jp

Waseda Business School

Asian Development Bank Institute (ADBI)

Kasumigaseki Building 8F

3-2-5, Kasumigaseki, Chiyoda-ku

Tokyo 100-6008, Japan

