Column10. ESG 投資拡大と非財務情報開示の変革

1. 投資と気候変動の新たな関係

海外で先行する気候変動と企業経営の関係を考慮した投資活動

「環境配慮型の製品と価格の関係」を問うた消費者アンケート調査[1]では、「同じ価格であれば環境配慮型製品を購入する」と回答する人は約半数、高くても買う人、安ければ買う人がそれぞれ約 2 割だそうだ。

では、「投資において同じリターンが得られるのであれば、より CO2 排出量の少ない企業に投資すべきか？」と聞かれたらどうだろうか。

今、この問いかけに「Yes」と答える海外の機関投資家が増えつつある。その一つ、“The Montreal Carbon Pledge”（モントリオール・カーボン・プレッジ）[2]という取り組みは、機関投資家に自身の投資ポートフォリオの CO2 排出量を把握し公開することを、国連の関連機関[3]が呼びかけたもので、これまでに 117（2016 年 1 月 6 日現在）のアセット・オーナーおよび運用機関の署名が集まっている。機関投資家がリターンを犠牲にしない範囲で、よりCO2排出量の少ない事業運営を行っている企業へ資産配分をし直す、つまりポートフォリオの低炭素化を狙っているのだ。これが企業の気候変動対策のインセンティブとなるという発想だ。署名機関には世界的に規模の大きい公的年金基金や公務員退職年金基金が見られ、企業年金基金も署名している。日本の機関投資家としては、セコム企業年金基金に続き、DIAM アセットマネジメント、三菱商事 UBS リアルティが署名している。

この背景には、気候変動の影響の深刻化や、それを防止、あるいは対応するための様々な政策、消費者選好の変化等による企業経営上のリスクや機会が、中長期スパンで増大し、機関投資家自身の資産に影響が及ぶ可能性が高くなってきたことも大きい。特に、2015 年 12 月の COP21 で気候変動に関する新たな国際的枠組みである「パリ協定」が合意され、今後、政策にとどまらず、社会全体が「脱炭素化」にむけて大きく舵を切り、その動きを強化していくことになる。温室効果ガスの排出は今後、企業にとって益々コストとなり、一方で、温室効果ガスの削減に資するビジネス機会は拡大すると推察される。

こうした動きの中で注目されているもう一つのリスクとして、「座礁資産リスク（Carbon Asset Risk）」がある。脱炭素化にむけての社会の動きが強化されれば、気候変動対策等による政策や需給バランス等の変化により、化石燃料業界の採掘権などの価値が毀損するリスクなどを指す。こうした動きも踏まえ、すでに米国・欧州の機関投資家の中には、化石燃料産業からの投資引き上げの動きなどがでてきている。

[1] グリーン・マーケット＋（プラス）研究会、消費者アンケート調査結果（環境省、2012 年 1 月）
[2] http://montrealpledge.org/
[3] PRI（国連責任投資原則）イニシアティブと UNEP-FI（国連環境計画 ファイナンス・イニシアティブ）

2. ESG も考慮にいれた投資本格化への期待

GPIF の責任投資原則への署名で日本の ESG 投資本格化の兆し

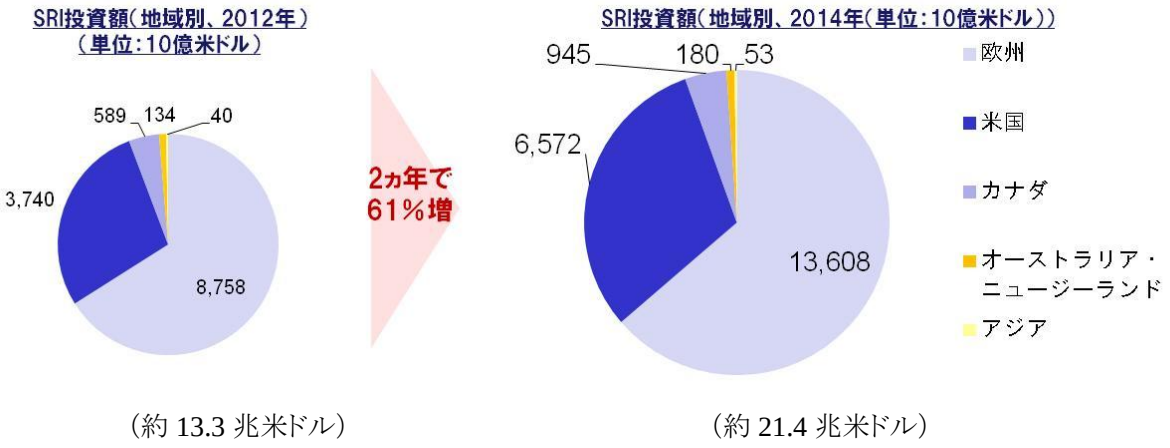
こうした企業経営と環境や社会課題、ガバナンスとの関係を理解して投資等の企業評価に反映する動きは、責任投資や ESG[4]投資等と呼ばれる。欧米ではすでに様々な ESG 投資実績があり、たとえば欧州では通常の投資の流れに組み込まれ、投資額も拡大し、もはや主流の手法となっているともいえよう（【図表 1、2】）。出遅れていた日本だが、ここへ来てこうした投資の動きが本格化することへの期待感が、海外の機関投資家を始めとして高まってきている。その発端となっているのが、安倍政権の日本再興戦略（改訂 2014）の下に策定された 2 つの行動原則、機関投資家に対するスチュワードシップ・コードと企業に対するコーポレートガバナンス・コードだ。これらのコードには、企業が開示する財務情報のみならず、企業の将来の可能性をより理解するに必要となる経営戦略や研究開発、人材戦略、各種社会・環境課題への対応といった、ESG に係る情報を機関投資家がよく理解し、企業と投資家双方で企業の持続的成長、中長期的な価値創造に資するよう建設的な対話を行うことなどが盛り込まれている。

【図表 1】地域別運用資産に占める ESG 投資比率（2012 年、2014 年）

地　　域	2012 年	2014 年
欧州	49.0%	58.8%
カナダ	20.2%	31.3%
米国	11.2%	17.9%
オーストラリア	12.5%	16.6%
アジア	0.6%	0.8%
グローバル	21.5%	30.2%

（出所）GSIA, *Global Sustainable Investment Review 2014* を基にみずほ情報総研作成

【図表 2】ESG 投資合計額の変化（2012 年、2014 年）



（約 13.3 兆米ドル）　　（約 21.4 兆米ドル）

（出所）GSIA, *Global Sustainable Investment Review 2014* を基にみずほ情報総研作成

[4] 環境（Environment）・社会（Social）・企業統治（Governance）の略

この機関投資家の責任を果たすための原則を記したスチュワードシップ・コードには、世界最大の公的年金基金である日本の GPIF[5]も署名しており、さらにその GPIF が 2015 年 9 月に、PRI（国連責任投資原則）に署名したことは、安倍首相が国連サミットの演説で表明したこともあり、世界でも話題となった（【図表 3】）。もちろん、GPIF の改革で国内外の株式により多くの資産を振り向けることが可能となったことも、日本の ESG 投資拡大への期待に大きな影響を及ぼしているといえる。

GPIF は今後、委託している運用機関が企業とのエンゲージメント活動において ESG を適切に考慮しているかどうかを評価していく[6]としている。さらに GPIF は運用機関の PRI 署名状況についても報告を求めていくとしており、その活動の影響は、運用機関の投資活動に波及していくこととなろう。

【図表 3】世界の資産規模上位年金基金の PRI 署名状況と資産規模

	年金基金	国	資産規模(百万米ドル)	PRI 署名機関
1	Government Pension Investment Fund	Japan	$1,143,838	●
2	Government Pension Fund	Norway	$884,031	●
3	National Pension	South Korea	$429,794	
4	Federal Retirement Thrift	U.S.	$422,200	
5	ABP	Netherlands	$418,745	●
6	California Public Employees	U.S.	$296,744	●
7	National Social Security	China	$247,361	
8	Canada Pension	Canada	$228,431*1	●
9	PFZW	Netherlands	$215,006*1	●
10	Central Provident Fund	Singapore	$207,872	
11	Local Government Officials	Japan	$194,696	
12	California State Teachers	U.S.	$186,954	●
13	Employees Provident Fund	Malaysia	$184,695	
14	New York State Common	U.S.	$178,252	
15	New York City Retirement	U.S.	$158,702	●
16	Florida State Board	U.S.	$154,657	
17	Ontario Teachers	Canada	$133,282	●
18	Texas Teachers	U.S.	$128,933	
19	GEPF	South Africa	$123,204*2	●
20	ATP	Denmark	$122,028	

*1 2015 年 3 月末データ

*2 2014 年 3 月末データ

（出所）2015.9 Towers Watson, *P&I／TW 300 analysis Year end 2014* および PRI 署名機関リストより
みずほ情報総研作成

3. ESG 投資に不可欠な企業の情報開示の変革

機関投資家が求める経営目線の ESG 情報のあり様とその媒体例

機関投資家が中長期的な企業の価値創造にむけて企業との適切なエンゲージメントを図るにあたっては、一方で企業が、投資家にとって有用な形でそれら ESG 等の非財務情報を開示していくことが不可欠となる。

実は、その“投資家にとって有用な情報”を開示する試みは過去数年、すでに一定の国内企業で、国内機関投資家のニーズに先んじてなされている。先行

[5] 年金積立金管理運用独立行政法人

[6] http://www.gpif.go.jp/topics/2015/pdf/0928_signatory_UN_PRI.pdf「国連責任投資原則への署名について」

した取り組みを行っている企業は、海外の機関投資家などからの ESG 情報開示要求にさらされている、あるいはそうしたニーズを意識しているからである。

企業経営との関係において、環境・社会課題のうち何が経営上重要な課題か、将来に向けてどのような経営上のリスク・機会があるのか、それらに対してどのような戦略・ビジネスモデル、あるいはガバナンス体制で対応し、中長期的な経済的価値、さらにはその課題解決を含む社会的価値を創造していくのかを示す「統合報告」といわれる開示への広がりもその一つだ。

企業が「統合報告」、「アニュアルレポート」あるいは「CSR レポート」などの各種媒体で、各自のストーリーで ESG 情報を開示する一方で、機関投資家においては、企業横並びで同種の ESG 情報を得たいというニーズも大きい。たとえば前述の“The Montreal Carbon Pledge”の取り組みでいえば、投資対象企業それぞれの CO_2 排出量一連が必要となる、といった具合だ。こうしたニーズに応えるべく、ESG にかかる一連での情報提供を行うサービスもすでに海外では発達している。

CDP[7]も、企業に環境情報開示を求め投資家に提供することを目的としている組織の一つだ。CDP から企業に要求される情報には、企業が気候変動に関連してどのような経営リスクあるいは機会があり得るのか、その内容や影響の大きさ、影響の発現時期、どの程度の財務的影響があるのか、それに対する対応策や必要な費用などが含まれる。これらを見ても、これまで CSR 報告で開示されてきた企業情報とは、全く異なる情報の開示がもとめられていることが理解いただけるのではないだろうか。

CDP2015（気候変動）の質問書への回答は世界で約 2,000 社、日本では調査対象 500 社に対し 246[8]社が回答しており、2014 年よりも回答社数が増えている。CDP に限らず、筆者が 2015 年ヒアリングした、その他の海外 ESG 情報ベンダー・格付け機関の日本企業調査対象も 300～500 社程度が主流であった。一方でこの数は、これからの日本の ESG 投資の発展にむけては必ずしも十分とは言い難く、国内の運用機関等へのヒアリングからは、少なくとも 800～1,000 社はほしいといった意見が聞かれている。

そうしたニーズへの補完としても期待されているのが、たとえば環境省で試行事業として行われている「環境情報開示システム」である。本システムは、投資対象選定への利用を想定して、経営と環境とのかかわりを理解するに必要な情報をフォーマットにそって企業側が登録し、その情報を機関投資家をはじめとする金融機関等が閲覧するスキームである。企業、金融機関等の意見や専門家を交えたディスカッションをもとに、より実務的に有効なシステムを開発することを目的に平成 25 年度から行われている事業で、弊社もその検討に事務局の一つとして加わっている。平成 27 年度事業では、企業が 204 社、金融機関等が 55 機関 94 名参加しており（2016 年 2 月 8 日現在）、3 年間の試行事業で年々、関心が高まってきている。

システムでは一定程度の情報の一覧性が担保されるとともに、CSV、PDF 形

[7] 機関投資家に企業の環境情報を提供することを目的とした非営利団体。以前はカーボン・ディスクロージャー・プロジェクトと称していたが、その開示要求テーマが気候変動のほか、水、森林、サプライチェーンと拡大していることから、名称が略称に変更された。

[8] 「CDP 気候変動レポート 2015: 日本版」,CDP

式での情報活用にとどまらず、財務データの開示・閲覧で活用が広まっているXBRL[9]形式でも情報提供される点が特徴である。

また、本システムのフォーマットにおいては、より広範な（これまで海外機関投資家等からの開示要求を受けていないような）企業が回答しやすいよう、たとえば気候変動情報としては国際的にデファクトスタンダードとなっている、前述のCDPなどの開示要求と整合させつつも一部を簡素化したり、投資家目線で期待する、より主要な設問にフォーカスするなどの工夫を加えるとともに、気候変動だけでなく、広く環境課題について各社の経営にとって重要と認識される事項について回答できるようになっている点も特徴である。

機関投資家等の立場からは、各社が発行する様々なレポートを一つひとつ読み込むにはかなりの労力とコストがかかることを考えれば、まず、こうした情報プラットフォームから一覧で企業情報を得て一定の評価を行うなど、活用可能性は広いと推察される。また、今後ESG投資を展開していく投資家にとっては、どのような情報をどのような目線で理解・評価していくべきかの視点を得ていくのに役に立つと考えている。一方、企業にとっては投資家がどんな目線で情報を欲しているのかを理解するのに有効だろう。実際、本年度の事業では企業と投資家を結ぶ「コミュニケーションツール」を活用し、開示情報を読んだ投資家が、関心を持った情報や追加的に確認したい情報などについて企業あてにコメントを送付し、企業が答えるなどの“模擬対話”も数多く行われており、企業・投資家双方から、有効なツールであるとの声が上がっている。一方で、環境にとどまらず、ガバナンスや社会関連情報の追加についてのニーズも聞こえてくるところである。

4. 日本でのESG投資発展に向けて

ESG投資の発展には、実務をともなった企業、機関投資家等の活発な議論が不可欠

これまでに記したように、日本におけるESG投資は緒に就いたばかりである。2015年、筆者が欧州・米国の機関投資家等を調査で訪問した際のディスカッションや国際会議で聞く議論からも、実務が伴っていないが故に、ESG投資に係るノウハウ、人材の層の厚さなど様々な面で日本と大きな差がでていると感じる一方で、ESG投資の実践にむけて、2015年以降着々と準備が進められていることを感じるところでもある。

「企業から充分な情報が出なければ評価できない」「投資家が本当にそうしたESG情報を必要としているのか実感できないので、ESG情報開示になかなか積極的になれない」など、消極的な意見を耳にすることも確かにある。しかし、海外機関投資家等への調査で筆者は、あるべき発展の方向性を見据えながらも、企業とアセット・オーナー、運用機関、評価機関等が議論し、その時の状況に応じた可能な範囲のESG投資に係る手法を開発し、実務を進めている姿を垣間見た。海外のESG評価では、企業の情報開示姿勢そのものを評価し、情報を出している企業を高く評価することで、情報開示を促してきた。あるいは、定量的な指標で一律評価できればわかりやすく便利であるとしても、まだ企業における情報開示レベルが総じて至らない段階なのであれば、その状況に合わせて定性的な視点での評価スキームを構築し、投資活動に利用し

[9] XBRL：eXtensible Business Reporting Language（拡張可能な事業報告言語）の略。大量のデータ処理や自動処理、高度な分析やデータ活用がしやすい。すでに、金融庁のEDINET（有価証券報告書等の開示書類に関する電子開示システム）等、財務情報分野で利用されている方式。

て、実務を進めてきた。2006 年の PRI 署名開始以来、海外ではこうした取り組みをこつこつと、あるいはダイナミックに行いながら、ESG 投資を発展させてきたのではないだろうか。

これからの日本の ESG 投資が拡大するにあたっては、こうした先人たちの知見を取り入れつつ、日本の現状に合った実務を伴って、日本のプレーヤー同士の積極的な議論が深まることが不可欠となろう。それにより、企業側の情報開示と機関投資家側の評価、双方の知見と能力が高まり、ひいては日本企業の適切な評価、日本企業の持続的な成長につながっていくのではないだろうか。

みずほ情報総研環境エネルギー第 2 部
環境ビジネス戦略チーム 村上 智美
tomomi.murakami@mizuho-ir.co.jp

みずほ産業調査 ／ 54　　2016　**No.** 1　　平成28年 3 月 1 日発行

© 2016　株式会社みずほ銀行・みずほ情報総研株式会社・みずほ総合研究所株式会社
本資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、弊社が信頼に足り且つ正確であると判断した情報に基づき作成されておりますが、弊社はその正確性・確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、貴社ご自身の判断にてなされますよう、また必要な場合は、弁護士、会計士、税理士等にご相談のうえお取扱い下さいますようお願い申し上げます。
本資料の一部または全部を、①複写、写真複写、あるいはその他如何なる手段において複製すること、②弊社の書面による許可なくして再配布することを禁じます。

編集／発行　みずほ銀行産業調査部　　東京都千代田区大手町1-5-5　Tel.(03)5222-5075