

ESG 投資 新しい資本主義のかたち

高崎経済大学教授 水口 剛 日本経済出版社

環境 (Environment)・社会(Social)・コーポレートガバナンスの頭文字を取って ESG を考慮した投資が ESG 投資で、それは長期的に見て投資の成果を改善するだけでなく企業と投資家の双方が、**環境と社会に対する責任**を果たすツールともなる。その先にまだ見ぬ**未踏の資本主義**の未来がある。

(はじめに)

ESG 投資はこれ迄ヨーロッパの機関投資家を中心になって推進し、そしてここ数年日本でも急速に浸透し始めた、その背景にあるのはこのままでは今の社会は持たない、と云う危機感ではないだろうか経済的不平等が拡大する事で資本主義に対する信頼が揺らぐ、地球温暖化に象徴されるように経済が地球の環境容量の限界を超えてしまう、そういう危機感が ESG 投資を根底で動かしているように見える。その危機感を日本はどこまで共有してきただろうか。

もし私達が破局を避けて持続可能な経済を築きたいと思うなら、環境や社会の側面をキチンと考慮する経済システムを作る必要がある。ESG 投資はそのようなシステムを構成する一部となり、それが結局は投資利益を守る事になる。ESG 投資の質が問われ、その質を見極める「目」が必要でどうあるべきか考えたい。

{ 第 1 章 環境・社会・ガバナンス～なぜどのように投資と関るのか }

GPIF (年金積立金管理運用独立法人) が 2015 年 9 月に「資金運用に於いて ESG の視点を反映させる国連責任投資原則 (PRI) の署名機関になりました」と発表 GPIF は国民年金と厚生年金の積立金約 200 兆円の内、旧共済年金部分を除く約 140 兆円を一括して運用する世界最大の機関投資家で英断と云うべきであろう。

1. ESG 投資は誰がしているのか～責任投資原則 (PRI) とは

- ① ESG の要素を投資の分析と意思決定に組み込む
- ② 株主としての方針と活動に ESG の要素を組み込む

PRI の特徴は文章として原則を示すだけでなく、賛同する機関投資家に署名を求めたことで誓約の証明に他ならない、又誰がしているか存在が明らかになった。2017 年 3 月末時点で 1701 機関、その運用資産総額は 62 兆ドルと相当な規模。資産残高 1 位は日本の GPIF 2 位はノルウェー政府年金基金、運用期間署名数で 1 位米国 240、2 位英国 162、3 位仏国 132、4 位オーストラリア 73、5 位はカナダ

*PRI 事務局の果たす役割～PRI アソシエーションと云う会員組織であり本部はロンドン、ニューヨークと香港にも事務所、スタッフは 74 名、 P 1

署名機関に対して年 1 回活動状況の報告を求め事務局が評価し年次報告書を総会に報告、欧州最大オランダの公務員年金 ABP は責任投資方針を公表した「年金支給に必要なリターンを持続可能で責任ある投資を通して得る」併せて株式ポートフォリオに関する「二酸化炭素排出 25%削減、再生可能エネルギーへの 50 億ユーロの投資」等の数値目標も示した。ノルウェー政府系の基金は世界第 2 位約 105 兆円の内約 65%株式運用、投資対象は世界 77 ヶ国 9 千社近い、運用ガイドラインで非人道的兵器を生産する企業や人権侵害に関する企業には投資しない事を明確にしている。

*運用機関から NGO 迄～ESG 投資に強い運用機関は、複数の ESG 評価機関のデータを使ったり独自の調査部門を持ち多様な ESG 運用の選択肢を持っている。

2. なぜ ESG 投資をするのか～「投資企業に於ける環境・社会・コーポレートガバナンスに関する最善の実務が最善の長期的利益をもたらすと信じる」これはロンドン年金基金のオーソリティが年金法に基づいて作成した投資原則書見解。オックスフォード大学と英国運用機関アラベスク・マネージメントは過去 190 以上の学術論文調査報告書で共同発表、調査した研究の内、88%が堅実な ESG 活動が企業のより良いパフォーマンスを導くことを示し、80%の研究が企業の株価パフォーマンスはサステナビリティ活動によりプラス影響を受ける事を示す。

*ユニバーサル・オーナーシップ～GPIF は 2016 年 7 月に国内株式対象に ESG 指数を公募し、3つの指数を選定した際に「環境や社会の問題などネガティブな外部要因を最小化する事を通じて、ポートフォリオの長期的なリターンの最大化を目指すことは合理的である」と。

3. ESG 投資とは何をすることか～上場株式を前提にすると

- ① ESG の要素を考慮して投資先を選ぶ～ポジティブ・スクリーニング他 (*)
 - ② 特定の企業や業種を投資先から外す～非人道的兵器等国際規範に反す企業
 - ③ ESG に関連する株主エンゲージメント～手紙ミーティング等で要望株主提案 (*)
- インテグレーション～通常の財務分析の中に ESG リスクや要素組み込み～上場株式以外の ESG 投資～国内外の国債、不動産ではグリーンビルディング認証で環境に配慮した不動産への投資が可能となっている。

{ 第 2 章 売却か、対話か～気候変動と ESG 投資 }

*平均気温の上昇を 2 度未満に抑える目標を明記、更に 1、5 度を目指すパリ協定は歴史的な合意だと国内外からの評価も高い。世界は今後「脱炭素社会」に

1. 2 度目標に向けた動き～世界の金融当局者が気候変動を金融上のリスクと、正式に認めた～2017 年 6 月金融安定理事会で採択。

*科学が出した答え～排出抑制の追加努力をしないと

2、6度～4、8度上昇と予測

- * 政府が決めた目標～2015年12月パリ協定は工業化以降の平均気温の上昇を2度より十分低い水準で抑える事で合意（今世紀後半温室効果ガス排出ゼロ）
- * トランプ政権で流れは変わるか～トランプ大統領がパリ協定からの離脱表明前にアップル、グーグル、マイクロソフト、モルガン・スタンレー等米国大手企業25社が連名で各紙にパリ協定に止まるよう意見広告を掲載し、離脱表明後も産業界から批判の声が相次いだ。

2. 投資家はどうか行動してきたか～パリ協定を支援した投資家グループ

～欧州の投資家を中心とする「気候変動機関投資家グループ」や北米の投資家を中心とする「気候リスク投資家ネットワーク」等が共同で「気候変動に関するグローバル投資家ステートメント」を公表、総額24億ドル以上の運用資金を有する世界400以上の投資家の署名を集め多くの提言を公表、パリ協定への支援表明。

* 投資家自身の責任を問う

～モントリオール炭素誓約～投資家が自身のポートフォリオのカーボン・フットプリントを毎年計算して公表するという宣言で2015年に総額10億ドル以上資産を有する120以上の機関投資家の賛同を集めた

- * 座礁資産に気をつけろ～現在確認されている石油や石炭資源の量は遥かに多く実際に使えない資源でそのリスクは何れ顕在化の為、高リスク企業の売却
- * ダイベストメントはいき過ぎか～「売上高の30%以上を石炭から受けている鉱山会社と電力会社は除外を検討する」とのガイドラインが加わった。

* Aリスト入りを目指せ～活発化する株主行動

* ポートフォリオの「脱炭素化」とは何か～

- ①カーボン・フットプリントを毎年測定し、開示する
- ②ポートフォリオの脱炭素化のために行動する

3. 注目集まるグリーンボンド～グリーンボンドとは何か～再生可能エネルギー導入や温室効果ガス排出削減等の環境事業に資金限定して発行する債券等

- * グリーンボンドを名乗るには～国際資本市場協会は世界500以上の金融機関をメンバーとし事務局4つの原則 ①資金調達の使用 ②プロジェクトの評価・選定のプロセス ③調達資金の管理 ④レポーティング（期待される環境上の効果等情報を定期的に開示）外部機関のレビューを得ているのは約6割

* 日本版ガイドラインの公表～2017年3月環境省

- * グリーンボンドが意味する事～その貢献を目に見えるものにする事で市場の力を通じて環境投資へ資金動員、今一つは資金用途の見える化で投資判断

4. 脱炭素化時代の投資～アセットオーナー向けの代表的な二つで投資全体像

- * 気候変動戦略～①気候変動リスクの把握 ②対応戦略の策定 P 3

③結果のレビュー

- * 4つのシナリオから考える～投資コンサルティング大手マーサーは2015年に「気候変動時代の投資」で気候変動が投資収益に与える影響を定量的に推計
 - * 転換シナリオ～平均気温上昇2度以内に抑え低炭素時代への転換に成功
 - * 調整シナリオ～2050年迄に2010年比56%削減
 - * 崩壊シナリオ～同上期間に27%削減し平均気温の上昇を3度以内に抑える
 - * 高損害崩壊シナリオ～十分な対策が取られず平均気温の上昇が4度超
- 報告書は次に、投資に影響する4つのリスクを特定

- ① 技術の発展度合いがもたらす影響
- ② 資源の利用可能性、例えば降水量の変化に伴う水資源の利用可能性
- ③ 物理的影響、台風や洪水等による施設やインフラ等への影響
- ④ 政策、温暖化防止の為の様々な規制の影響

～4つのリスクの要因の影響は上記4つのシナリオのどれが実現するかで変化

{ 第3章 奴隷的な労働を許すな～人権問題と ESG 投資 }

- * 2013年4月バングラデシュの首都ダッカ近郊で8階建のビル崩壊1100人以上が死亡、安価な労働力に依存するアパレル産業への批判が高まった。

1. サプライチェーンの人権問題とは何か～国際労働機関 (ILO) 2014年報告
強制労働、人身売買、強制された売春等現代的に形を変えた奴隷は依然存在
世界で強制労働状況にある労働者2090万人、内90%が民間セクターによる、
内450万人が強制された性的搾取。女性が1140万人で55%、18歳以下26%
アジア太平洋地域1170万人、アフリカ370万人、ラテンアメリカ等180万人
生み出される利益は年間1502億ドル、内三分の二の990億ドルは性的搾取。

- * 人権問題にどう向き合うか～国連の指導原則を読む「人権を保護する国家の義務」「人権を尊重する企業の責任」「救済へのアクセス」の3分野、31項目

2. サプライチェーン情報を開示せよ～2015年英国で現代奴隷法が成立した。
強制労働や性的搾取等の禁止目的の現代的な奴隷の防止を目的とした法律。
強制労働はアジア太平洋地域が最も多く日本に現代奴隷法がないのは疑問だ

- * サスナビリティ報告書にどう書くか～国際的なフレームワーク等影響大で、
例えば児童労働及び危険な労働に従事する若年労働者が起る重大なリスク
があると考えられる事業活動及びサプライヤーについて報告せよ、等の定め。

3. 動き出した企業評価と投資行動～人権問題に関する企業の評価を社会に、
公開する動きが登場、「ノウ・ザ・チェーン」と「企業人権ベンチマーク」

- * サプライチェーンを理解せよ～ノウ・ザ・チェーンのベンチマーク7項目

- * 企業人権ベンチマーク (世界500社が対象に) の評価基準

A. ガバナンスとコミットメント B. 人権尊重の内在化と

人権デュー・デリジェンス C. 救済と苦情処理のメカニズム D. 人権保護活動 E. 重大な人権侵害への対応 F. 透明性

* 強まる投資家からの圧力

{ 第 4 章 経済的不平等と ESG 投資 } ~2017 年 1 月英国の非営利組織

オックスファムのレポート「世界の最も裕福な 8 人が最も貧しい 36 億人の人と等しい富を持つ」と指摘、その前年には最も豊かな 62 人が最も貧しい 36 億人と等しい富を持つと報告したばかり、年々不平等は拡大

1. ESG 課題としての「経済的不平等」~何が問題なのか

* 不平等の何が悪いのか~英国経済学者のアンソニー・B・アトキンソンは近著 21 世紀の不平等で「現在の不平等は度を越している」として 3 つの理由

- ① 事前に機会均等でもその後不運で厳しい結果の人を無視できない
- ② 競争の結果得られる褒賞に極端な差があり、ひどく不平等な褒賞が存在
- ③ 結果の不平等は「次の世代の機会均等に直接影響する」からだ

* 低賃金は ESG 問題

* PRI の問題提起

2. リスク・リターン・インパクト~社会的インパクト投資の試み

* ビッグ・イシュー・インベストの挑戦

* G8 が推進する社会的インパクト投資

3. 金融化を問う~2016 年の米国大統領選ではウォールストリートは特権階級の象徴であり、不平等の根源とみなされた。

* 金融化とは何か~過去 30 年間の世界経済の変化を特徴づけるのは政府の役割後退で市場の役割が大きくなる新自由主義・グローバリゼーション・金融化金融の進展は「企業の金融化 (利潤・支配)」「家計の金融化 (カードローン)」「政府の金融化 (権力拡大)」「金融の深化 (技術・商品・手法等多様化)」

* 金融化は何をもたらしたか~リーマンショックの際の米国政府の救済対応等

4. 経営者報酬への注目~金融危機の際、経営者報酬高額化に関心が集まった

* 経営者報酬開示規制の強化~CEO のストックオプションや株式報酬の見直し
2014 年 CEO 平均報酬は約 16 億円、従業員平均賃金の約 432 万円の 375 倍と、1980 年代の 42 倍に比べて拡大、SEC は 2015 年 8 月報酬比率開示規定の改正

* 英国でも経営者報酬が焦点に~経営者報酬の高額化は従業員平均の 183 倍

* 日本は何が問題なのか~相対的貧困率は 2017 年 15.6% 内母子家庭 50%超
非正規雇用は 1984 年雇用者全体の約 15%から 2016 年 9 月 2025 万人 37.5%

{ 第 5 章 すそ野広がる ESG 課題 }

1. 森林問題を考える~パーム油と ESG 投資

P 5

- * CDP フォレスト・プログラム～何が森林を壊すのか=2015 年版レポートでは世界森林面積約 40 億 ha で 2011 年から毎年九州より少し小さい面積が減少中
- * 持続可能なパーム油（アブラヤシの実から採れる植物油で菓子類・食品、石鹼・洗剤・化粧品等バイオ燃料にも使用）インドネシアとマレーシアで 85% 占有
- * 森林問題は人権問題である～国際的人権保護団体アムネスティの指摘～国際的な人権保護団体アムネスティは 2016 年報告書に「パーム油に潜むスキャンダル・世界的ブランド（ウィルマー社）の裏に労働搾取」を公表した。
- * パーム油発電の誤解～原料のアブラヤシは栽培時点で熱帯林等破壊の可能性
- 2. 持続可能なシーフード～水産業と ESG 投資～水産業の ESG リスクとは何か
 - ① 乱獲や過剰漁獲 ② 養殖で天然魚を餌に使う ③ 強制労働など人権問題
- 3. 工場的畜産のリスク～動物愛護から ESG 課題へ～建物の中で工業生産の様に行われる畜産は投資とのリスクと機会に関わるという主張、何故問題か、狭い畜舎や檻の中で身動きできない程の過密な飼育、照明や栄養を管理の促成飼育、感染症予防の為の大量の抗生物質の使用。欧州では動物福祉の考え方、現在世界畜産の 70% を米国では 99% が工場的畜産で内 80% が抗生物質使用。
- * 「動物の福祉」ベンチマークの登場～2017 年公表、米 28 社、英 18 社、仏 10 社、独 8 社など合計 99 社を対象に評価で日本企業は含まれていない。4 つの評価項目は ① 経営者のコミットメントと方針 ② ガバナンスとマネジメント ③ 実践とイノベーション ④ 情報開示 6 段階でレーティングしている。
- 4. クラスタ爆弾の除外～非人道的兵器と ESG 投資
 - * クラスタ爆弾を巡る動き～禁止条約に米・露・中国・韓国・北朝鮮署名せず
 - * 不名誉リストと名誉リスト～製造企業 5 社（中国 2 韓国 2 米 1）何らかの金融サービスを提供した投資家・金融機関を特定 166 社（米 85 中 30 韓 27 台湾 5 日本 4 = 第一生命、三菱 UFJ ファイナンス G、オリックス、三井住友ファイナンス G）名誉リスト 42 機関・次点 46 社に唯一三井住友信託銀行入った
 - * GPIF は除外しないのか～クラスタ爆弾製造企業 2 社が保有銘柄に含まれる
 - * ノルウェー政府年金基金に学ぶ～① 除外の基準が明確 ② 政府やノルウェー銀行と独立した機関が勧告 ③ 勧告の根拠を公表する事で投影性を担保
 - * 日本に欠けているもの～公的年金の運用と倫理や規範との関係検討の視点で、GPIF の問題ではなく GPIF に運用を任せている社会側の問題である。例えば三井住友信託銀行は除外でなく製造を停止するようエンゲージメントを開示。

{ 第 6 章 ESG 投資と実務～現場はどう向き合うか }

1. ESG 情報の開示～企業はどう対処すべきか～

- * 制度化に向かう世界の動き～EU/英国・フランス等 ESG 情報の開示制度化へ
- * ESG 評価の現場

- * 「正しい ESG 評価」はあるのか～社会と評価機関や投資家、企業との相互の対話の中で常に進化していくものではないだろうか
- * 開示から社会との対話へ～対内的には企業外部の動向や社会からの要請を敏感に察知し、社内の関連部署に伝えて対策を促したり、経営トップの戦略や経営計画に反映させる、対外的には、それらを踏まえ ESG に関する自社の立場や考え方をきちんと説明して主張する事、内と外の接点としての機能が大事。

2. エンゲージメント～投資家は何をすべきか

- * スチュワードシップとは何か～執事や管財人という意味を持ち、他人の財産を預かって管理する者の責任で、主人の財産を切り盛りする役割を果たす。
- * アムンディのエンゲージメント～アムンディは 2016 年 12 月時点で約 1 兆ユーロの運用資産を誇る欧州最大の運用機関で同社のエンゲージメントは企業に影響を与える為のテーマで ① 石油産業及び鉱山業における人権尊重と食品と小売業における栄養の改善と廃棄物の削減 ② 4 千社以上の ESG レーティングの独自調査を含め行っている ③ 議決権行使と事前ミーティング、更に電器産業による紛争地域からの鉱物資源調達、製薬産業及び自動車産業に於けるロビーイング活動、電力業界における石炭の利用、タバコ及びココア業界のサプライチェーンにおける児童労働の根絶、を付け加えた。
- * 短期主義のアクティビストにあらず～日本の現状では考えにくい①環境や社会の問題を正面から取り上げて企業に改革を求める②具体的な企業名を出す
- * 重要提案行為とエンゲージメント～金融商品取引法で大量所有報告制度を定め、上場企業の発行済み株式を 5%超保有すると報告書を金融庁に提出義務、又保有割合が 1%以上増減も変更報告。2017 年の改正では、必要に応じた機関投資家と協働して対話を行う事が有益な場合もあると、明記した。

{ 第 7 章 この先の ESG 投資へ }

1. ESG 投資は何のため?～あなたのモチベーションは何か ～2016 年 6 月 ロンドンで行われたシンポジウム「RI ヨーロッパ」で参加者に個人的なモチベーションは何かと、先ず目を閉じたままで問われて約 600 人の聴衆のほとんどが「社会の構成や地球環境等だ」という事に手を挙げた。
- * 背景にある危機感～パネリストが口々に語ったのはある種、自然な感情「子供達の世代にひどい世界を残したくない」というものだった。
2. ケイ・レビューの指摘～なぜ短期主義になるのか～企業の衰退の多くは経営者が市場の短期主義的な圧力に屈したから、運用の成果は半期や四半期で評価されるために短期的に利益を上げたいというインセンティブが働き目先の価格変動を通じて利益を求める行動につながる、本来投資先企業が生み出す価値以上の利益を上げることはできない筈、その為の投資先企業を

きちんと分析して対話する行動が必要であるにも拘らず、市場の短期的な売買を重視する傾向が加速した。

* 売買からエンゲージメントへ～これ迄の良い運用機関には良い企業をキチンと選ぶ「目利き」としての能力が求められた。今後はそれだけでなくキチンとエンゲージメントできる力が求められることになる。

3. **資本主義の再定義**～資本主義が直面する 3 つの課題～①利潤率の低下 ② 経済的不平等の拡大 ③地球環境容量の限界 この 3 つは相互に関連し実物経済のフロンティアが縮小し、資本が金融化に活路を求め、不平等が拡大し、無理な成長が自然資本を劣化させ実物経済がますます悪化する悪循環である。一つ一つの ESG 課題の背後に「経済システム全体の問題」がある事が分かる。

* **資本概念の拡張**～2015 年に国連総会で採択された「持続可能な開発目標」の問題（世界を変える為の 17 の目標と資本概念の拡張＝P226）は、それを実現する方法、今の経済システムは貨幣価値で表され財産を資本と捉えそれを維持し増殖する仕組みとして構築されている。金融・資本市場や株主権を通じた企業のガバナンスは、その根幹である。然し能力と意欲がある人々の存在は、相互に信頼関係があり、安心して暮らせる社会、安定した自然環境等があつて初めて経済はよりよく機能する、つまり ESG の E と S の要素も経済を支えるある種の資本と考えられる、そのように資本の範囲を広げて理解する事で経済の枠組みの中でそれらを考慮することが出来るようになる。

* 動的システムとしての持続可能な社会～投資家が ESG 課題の外部性にも配慮して行動する（貨幣資本の増殖の陰で自然資本や社会・関係資本が毀損されていく事）長期投資の枠を一步踏み越えた ESG 投資にはその可能性がある。

（ おわりに ）

ヨーロッパの ESG 投資は既に完成したものというよりは、今も進化しつつある活動だという事である。日本は GPIF が PRI に署名、そして日本でも ESG 投資が浸透し始めた。共有すべき基盤の様なものを感じ取って頂ければ幸いです。