NPO法人 日本サステナブル投資フォーラム

欧州で先行するESG投資の動向と運用会社の実践

NPO法人日本サステナブル投資フォーラム（JSIF）は、2017年7月14日、千代田区にある紀尾井フォーラムにおいて、NNインベストメント・パートナーズ株式会社、コムジェスト・アセットマネジメント株式会社との共催で「欧州で先行するESG投資の動向と運用会社の実践」と題したセミナーを開催しました。

機関投資家や運用機関を中心に、企業のCSR担当者、CSRレポートや統合報告などのコンサルタント、個人投資家、研究者、メディアなど幅広い層から50名を超える方に参加していただきました。JSIF会長 荒井の開会の挨拶に続き、高崎経済大学 水口剛教授に「欧州におけるESG投資の動向」のご講演をいただきました。その後に行われた水口教授のモデレーターによるNNインベストメント・パートナーズ ビジネス戦略部長の上田敏氏とコムジェスト・アセットマネジメント 代表取締役 高橋庸介氏によるパネルディスカッションでは、参加者から多くの質問が出されるなど活発な議論が行なわれました。最後に荒井は、「今日のセミナーの話から、欧州と日本ではいろいろとギャップがあることが改めて分かった。日本ではコンセプトが先に走り、その後に実際に動き出すという傾向がある。ESG投資のトレンドが逆戻りすることはありえないと思うが、ESG投資が根付くような地道な取り組みを、運用会社、機関投資家、年金基金、社会全体などがそれぞれの観点からどう進めていくのかというがことが今後の課題だと思う。ぜひ、今後も皆様にご協力いただきたい。」とセミナーを総括しました。

セミナーの各プログラムの要旨につきましては、次ページ以降をご参照ください。

- 講演「欧州におけるESG投資の動向」
  高崎経済大学　教授　水口剛
- パネルディスカッション「欧州の運用会社におけるESG投資の実践」

  モデレーター：　高崎経済大学　教授　水口剛
  パネリスト：　NNインベストメント・パートナーズ　ビジネス戦略部長　上田敏
  コムジェスト・アセットマネジメント　代表取締役　高橋庸介

講演

欧州におけるESG投資の動向

高崎経済大学 教授 水口 剛

日本のESG投資は欧州では責任投資

日本で言うESG投資は、欧州ではレスポンシブル・インベストメント（責任投資）と呼ばれている。「責任投資」、あるいは「責任ある投資」の方が意味が良く伝わると考えるが、日本ではESG投資という名前で広めてきた。ESGという分かり難い表現を使っていることも日本で責任投資が浸透しない一因であるかもしれない。

水口教授

ESG投資が世界に広がったきっかけは、2006年に国連が出した「責任投資原則(PRI)」である。現在の署名機関数は約1,700機関であり、運用資産は62兆米ドルと言われている。署名機関はアセット・オーナー、運用機関、サービス・プロバイダーの3つに分かれ、インベストメント・チェーンの頂点にいるアセット・オーナーの署名機関数は350弱で、英国から米国の上位5ヵ国で5割以上を占める。つまり、責任投資は明らかに欧州、米国を中心に動いていることがわかり、日本ではGPIF、企業年金連合会などが署名しているが、数はまだ少ない。

アセット・オーナーの
責任投資原則の署名機関数

国名	機関数	比率(%)
英国	46	13.3
オランダ	43	12.5
オーストラリア	34	9.8
カナダ	31	9.0
米国	31	9.0
小計	185	53.8
日本	14	4.0
全体	344	100.0

出所：PRIウェブサイトより（2017年3月17日時点）

スチュワードシップ・コードが3月に改定され、従来記載のなかった「共同エンゲージメント」という項目が明記されるという目に見える前進があった。また、GPIFが2017年7月にESG指数の選定結果を発表し1兆円の日本株運用を開始した。これをきっかけに日本でもESG投資が活発になることが期待される。

日本におけるESG投資の考え方と欧州のそれでは、少し溝があると考える。それは、ESG投資、責任投資に関する幅の広さとか奥行の深さとか、そもそも何故それをするのかという、その射程距離の違いがあると感じられる。金融が社会のことを考える必要性、責任を考えていくということに違いがあると考えられる。

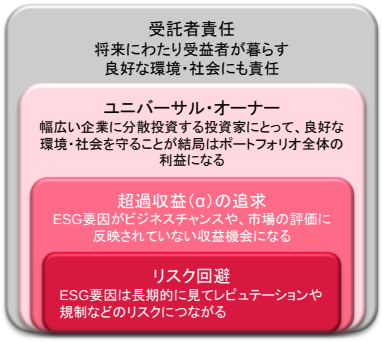
オランダとフランスの責任投資への姿勢

オランダ最大の年金基金であるABP（蘭公務員総合年金基金）のチェアのコリン氏は、PRIのレポートの前文で「大きな年金基金にとっては、環境や社会が安定していないとポートフォリオ全体の利益を守ることはできない」と述べている。これはユニバーサル・オーナーという考え方で、GPIFも同様に述べている。しかし、コリン氏はさらに踏み込んで、直近のABPのアニュアルレポートの前文で以下のようにコメントしている。「最近になってこの公務員年金に掛け金を払い始めた人たちは、平均寿命の統計が正しければ平均で2075年まで生きるし、中には22世紀を見る人もいるのであろう。ABPの第一の義務は、280万人の加入者に良い年金を保証することだが、同時に加入者が生存可能な世界で年金を受け取ることも大事である。今も、2075年も、その先も。」コリン氏は、単に良いリターンをあげようとするのではなく、将来の良好な社会環境に貢献したい、サステナブルで社会的責任のある方法でリターンを生み出したいと、ABPのチェアという立場で公言している。これが欧州の責任投資というものの背後にある考え方なのではないかと考えられる。

フランスのERAFP（仏公務員退職年金基金）は、100%SRI投資を行うと宣言し、SRIチャーターを制定するほど熱心である。当初から「公益に配慮する方針で投資をする」と理事会で決定しており、単に財務的利益を最大化することのみに基づく投資は、社会、環境、経済に対する説明責任を果たさないと述べている。

フランスは国としても取り組みを進めており、エネルギー転換法第173条で、企業に年次報告書の中で気候変動に関する財務リスクの開示、およびそのリスクの低減方法の開示を義務付けている。同様に機関投資家にも気候変動リスクについて開示を義務付けている。また2017年7月に、2040年までにガソリン車やディーゼル車の販売を禁止する方針を公表している。

ESG 投資の目的感



日本のESG投資との欧州の責任投資の違い

オランダとフランスの事例から分かることは、日本と欧州では射程距離の違いがあるということである。

1つは環境や社会に配慮した投資をしなければならないという目的感である。ESG要因は長期的に見てリピュテーションや規制などのリスク削減につながる。その外側には長期的にアルファの源泉につながるという論理もある。さらにその外側にはユニバーサル・オーナーとしての視点があり、環境や社会に配慮することは、ポートフォリオ全体の利益に関係する。そのさらに外側には、受託者責任を果たすことで将来にわたって受益者が良好な環境の中で暮らせるようにしなければならないとの考えがある。このような幅の広い視野の中でESG投資が行なわれている。

もう1つは方法論である。日本でESG投資というとスクリーニングがイメージされがちであるが、実はESG投資の方法論は非常に幅が広い。インテグレーションもあり、株主行動（エンゲージメント）もある。日本でもエンゲージメントは行われているが、ESGをテーマにして本格的にエンゲージメントをしているところはまだまだ少ない。しかし、欧州では盛んである。

ESG 投資の代表的な方法論

- スクリーニング
- インテグレーション
- エンゲージメント
- 株主提案
- エクスクリューション
- ダイベストメント

こういった欧州の現状を見て感じることは、どれだけESGの話を個別の論点として理解しているかということである。日本ではESGという大きな枠組みで考えていて、それをブレークダウンしていくという視点が十分でないと感じられる。様々な個別事象が起こっていることがESGの特徴だと言える。

気候変動、人権問題、水産資源、森林破壊などの問題に金融市場から取り組む欧州

金融安定理事会は、サブプライム問題の時と同じように、いつ何が起きてもおかしくないほど、金融市場に気候変動リスクが蓄積していると認識している。そこで気候変動リスクを整理したうえで、主要な情報開示の中で気候変動リスクの開示を求めている。また、投資家グループは2014年9月のPRIの会合で提言された「モントリール・カーボン・プレッジ」に賛同し、ポートフォリオのカーボン排出量を算出して毎年公表するとしている。こうすることで、ポートフォリオ間の排出量が比較でき、排出量の多いポートフォリオは、当然減らそうという圧力がかかる。市場のメカニズムを使って、カーボン排出を減らそうとしている。実際、ABPは投資先企業の温室効果ガス排出量を2020年までに25%削減するという目標を作り公表している。つまり、投資先選定でカーボン排出量を見て選ぶか、エンゲージメントを通じて投資先企業に働きかけることによって、気候変動問題に金融市場がかかわっていくことになる。こうした流れの中で、石炭や石油関連の資産の多くは実際には使えない資産、つまり座礁資産であるという考えも生まれている。

エンゲージメントに従前から熱心に取り組んでいるのが英国のCCLA（キリスト教会とチャリティとローカルオーソリティの運用を担当する機関）である。そこにABPやカルパース、ノルウェー政府年金基金等のプロの投資家が賛同し始めた。株主提案にも積極的で、例えば2015年にBPとシェルに対して行った気候変動対策の開示に関する株主提案は、賛成多数で可決された。

他にも、強制労働、人権問題、水産資源、森林破壊、動物の健康、耐性菌の問題などの社会・環境問題について、投資家の立場からできることに積極的な取り組みがなされている。

欧州の危機感

ESG投資に関する最大の論点の1つは経済的不平等である。米国でのトランプ政権誕生、英国のEU離脱の背景には中間層の貧困化があると思われる。金融と経済的不平等は切っても切れない関係で、PRIは経済的不平等の問題を克服すべく議論を始めている。

欧州が責任投資に積極的な背景には、欧州の強い危機感があると思われる。地中海を挟んで対岸にはアフリカや中東があり、移民、難民問題に直面、紛争も地理的に近いところで起こる。温暖化による海面上昇はオランダにとっては死活問題である。そうした危機感が原動力となり、日本に比べて深くて幅の広い責任投資の概念が生まれているのではないかと思われる。

ESG投資で考える資本市場とは

様々な問題を考えると資本主義の限界がきているのではないかと考えられる。低金利で資本が利益を生まない時代に利益を生もうとすると、金融化が進展し、それがさらに格差を拡大する要因となる。また短期主義の利益追求が長期的な視点の欠如につながり、地球環境容量の限界に近づく悪循環に陥る。

持続可能な開発目標とは、環境を守りながら、貧困をなくし、経済活動を安定させることであるが、目標は分かっても実現する仕組みが分からない。今までの概念を変える必要がある。財務資本だけが資本ではなく、自然資本、社会資本も資本だと考える必要がある。投資家が企業にエンゲージメントする際にはそこに正当性がなければならない。投資家が言葉を使えない社会資本や自然資本の代弁をすることによって初めて行動が認められる。

資本主義そのものを改革していこうという機運が欧州で生まれてきている。持続可能な社会を生み出すための1つの仕組みが責任投資である。日本では、GPIFが動き出したことによってESG投資がブームになりつつあるが、もっとESG投資についての理解に深まりが出てくるとグローバル社会にも認められるようになるのではないかと思われる。

パネルディスカッション

欧州の運用会社における ESG 投資の実践

ﾓﾃﾞﾚｰﾀｰ　高崎経済大学 教授　水口剛
ﾊﾟﾈﾘｽﾄ　NNインベストメント・パートナーズ ビジネス戦略部長 上田敏
コムジェスト・アセットマネジメント 代表取締役　高橋庸介

上田氏

NN: NNインベストメント・パートナーズはオランダの会社で、保険と資産運用事業を行っているNNグループの資産運用部門である。3年程前にINGグループが銀行と保険・資産運用事業を分けたときに、NNというブランド名に変更した。一般的に欧州ではESG投資が盛んに行われていると言われているが、国や地域で違いがあり、オランダは北欧諸国や英国、フランスなどとともにトップランナーだと見られている。

ESG投資に特化した戦略を2000年から運用しており、グローバル株式、欧州株式、インパクト株式、社債、バランスファンド運用など、ESGに特化した戦略の運用資産は8,000億円超で残高は増加傾向にある。弊社ではESGインテグレーションというアナリストが非財務情報であるE、S、Gの要素を織り込んだ投資判断を出す手法を採用している。こうした投資判断は、ESGに特化した戦略だけでなく、すべての株式運用、社債運用、エマージング国の国債運用など全社的に用いられている。

コムジェスト：　コムジェストは1985年に設立されたフランスで初めての独立系の運用会社である。株式運用、その中でも成長株のロングオンリーに特化している。ESGファンドというものは持っていないが、プロセスの中でESGはコアの部分となっている。グローバル株式、日本株式、欧州株式、エマージング株式など運用は、すべて同じプロセスで行われている。PRIができる前、ESGという言葉ができる前からESGのコンセプトを投資のコアにしている運用会社である。

高橋氏

オランダ、フランスのESG投資を後押しする環境

NN：オランダでは年金法で基金に対しESGの観点でどのような方針を持っているかの開示を求めているという点で、制度的なサポートがあると言える。ただ、オランダでESG投資が広がったきっかけは、テレビでクラスター爆弾に関する番組を見た国民が、自分たちの年金をそのような武器を製造する企業に投資するのは許容しがたいと運動が起こったことだと言われている。また70年代にオランダ病と言われる財政の悪化や高失業率で悩んだところから、政府、経営者、労働者が一体となってワークシェアリングなどの策を見い出して問題を解決してきた歴史もある。社会が全体のことを考えるという国民性があるのではないかと思われる。オランダ最大の年金基金で世界でも5番目に大きいABP、また世界で10番目に大きいPFZW（蘭厚生福祉年金基金）も、共にPRIに署名している。例えばABPは、「自分たちの影響は大きい。財務的リターンを得るのはもちろんのこと、自分たちの投資で持続可能な社会に貢献したい、自分たちの次の世代のために投資をしている」とHPでうたっている。

オランダでは運用会社選定を行なう際の質問状でESG項目の質問は必須で、最初のエントリーで重要視されている。ポートフォリオの温室効果ガスの排出状況について年金基金だけでなく、保険会社などの投資家からも回答を求められたりもする。機関投資家全般的にESGの意識が高いと言える。

コムジェスト：水口先生の話から欧州と日本では責任投資の考え方に大きなギャップがあるという話があったが同感である。フランス企業に勤めていると、ESGに関して根本的な考え方に日本とは相当の開きがあると感じる。国民性の違いと考えられる。フランスはご存知の通り農業国なので、環境に対して日本人と比べものにならないほど敏感である。また、Sの部分では労働者の権利意識が非常に強い。例えば、レストランで手を上げてボーイさんを呼ぶのはマナー違反で客とボーイは対等で、上下ではない。こういった考えが普段の生活に根付いている。

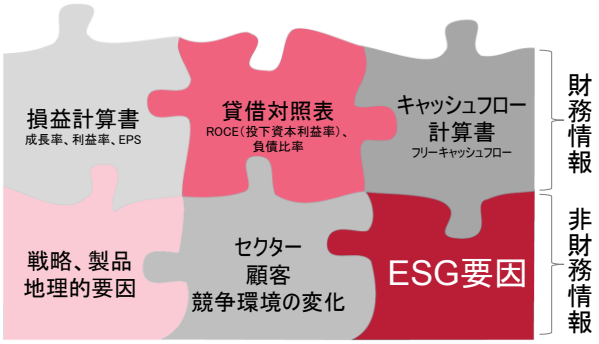
制度面では、2001年にNRE法で、非財務情報の記載が義務付けられた。2012年には500人以上の企業はESGにかかる問題や温室効果ガスのレポートを出さなければならないと、法的な要求が制定された。

私どもは15年前からESG投資をしているが、年々、ディスクロージャーやエンゲージメントに対する要求は高まっていると感じる。フランスではアセット・オーナーがエンゲージメントに取り組んでいるが、それを運用会社に代替して欲しいという動きが出ている。

欧州の運用会社のESG投資の実践とは

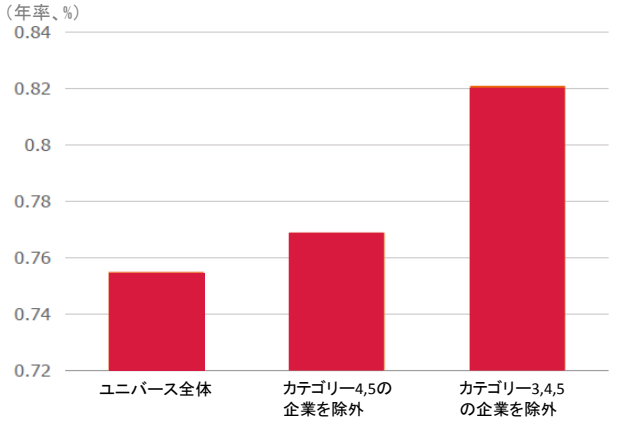
コムジェスト：私どもの投資哲学では、リスクを抑えながら高いリターンを目指すとしている。運用は極めてシンプルで、5年超の利益を予測して2桁以上の成長を遂げることのできる企業に集中投資をする。過去1、2年の財務諸表を見て予測できるのは、せいぜい1、2年先で、見えてくる部分はかなり限定されると考えている。今後5年、できれば10年先までの企業の姿を予測するため、ESGのコンセプトを非常に重要視している。投資判断の材料となる財務・非財務情報の6つのピースのうちの1つがESGである。6つの要因のうちの1つしかないが、運用者やアナリストの観点では、長いスパンの業績予測を考える際にはESG要因は半分程度のウェイトを占める。財務諸表は過去の結果でしかない。

コムジェストの投資判断にかかる６つの要因



NN：ESGに特化した株式運用では、まずESG情報は銘柄をスクリーニングする際に使用し、その先にESGインテグレーションがあり、アナリストが非財務情報を加味したうえで投資判断を出すという2段階で使っている。ESGの外部評価機関では、世界有数であるサステナリティクスの情報を中心に使い、MSCIやブルームバーグのESGリサーチ情報を補完的に使う。インハウスのアナリストが20数名おり、そうしたファンダメンタル・アナリストからの情報も得て社内のESGレーティングを付与する。ESGスコアと、ESGスコアには完全に反映されていない定性的な非財務情報、いわゆるコントロバシー（物議をかもす行為）という定性的なリスクからなるマトリックスを使ってAからEの格付けを行う。なお、ESGスコアは企業規模や業種の特性を考慮して調整したスコアを利用するといった工夫をしている。もう１つ重要なのは、ESGスコアのレベルではなく、そのスコアがどう変化しているかである。スコアの変化率が高い銘柄にはプラス、悪化あるいは改善ペースが遅い企業にはマイナスを付ける。社内のESGレーティングは投資判断の重要なインプットになっており、ポートフォリオ・マネジャーが銘柄選択をするうえでなくてはならない情報となっている。

コントロバシーのカテゴリー別のリスク調整後リターン



カテゴリーは数字が高いほど、問題の大きい企業を示す
出所：ECCE & NN IP Research, Sustainalytics, Datastream　（1/2010－9/2014）

コントロバシーは非常に重要な情報だと考えている。オランダのマーストリヒト大学にある欧州企業エンゲージメントセンター（ECCE）と共同で実施した学術的な研究でも、コントロバシーを考慮したポートフォリオにおいてリスク調整後リターンの改善が見られるという結果が得られている。

コムジェスト：コムジェストでは7社の評価機関を使っており、MSCI、サステナリティクスの情報を幅広く使っている。各社の数値を比較してその違いの要因を分析して活用している。ガバナンスの評価機関のボーデックスからは、報酬、ストックオプションなどにかかる情報を活用している。レップリスクについてはE、S、Gのカテゴリーごとに情報を得ている。TRUCOSTからはカーボンの情報を得ている。

外部評価機関から得られる情報を用いて、基礎的なレポートを作り、ESGアナリストと企業担当のアナリストが企業を訪問して、最終的なレポートを作成している。訪問時にはかなり厳しい質問を投げるので企業には嫌がれることがあるが、企業に直接聞いて細かい状況を把握することが重要である。

積極的に行われているエンゲージメント

コムジェスト：コムジェストではESGのアナリストを中心に、投資先の企業のクオリティレベルを数値化し、企業価値評価の際のディスカウント・レートを決めるファクターとして使用している。一番高いレベルではディスカウント・レートから50bpsを引くので、企業価値が高く出る。逆に要改善レベルだと200bpsを足して計算するので、企業価値はかなり低く出る。この手法を一番最初に導入したのはコムジェストだと言われている。

要改善レベルであっても、ただ単に排除することはしない。これは、要注意レベルの企業ほどエンゲージメントの効果があると考えているからである。ディスクロージャーやガバナンスが不十分な企業があっても私たちが継続的に働きかけることによって、IRのマネジャーを採用し、CSRレポートを発行するようになり、また社外取締役を採用したりと、長期的な効果は出てきている。要注意レベルであっても弊社は投資を続け、投資先に改善を促すことで、実際にそのような企業がパフォーマンスに大きく貢献している事実もある。

NN：特殊株を作っていた会社に1 share 1 Voteの原則導入を求めて成功した例、ユーティリティの会社に再生可能エネルギー転換のロードマップ作成を働きかけて、前向きに話が進んでいる事例がある。

今後の日本の ESG 投資への期待することは

コムジェスト：ESGというのは短期的な流行りで終わらせてしまうことはあってはならない。ESG投資は、これからの日本にとって、より必要な長期的な投資、長期的なリターンを最大化していくという観点の基点と考える。

NN：欧州だけでなく、世界最大の金融市場である米国でESG投資が急激に伸びてきている。それが日本に波及し、日本でもESG投資がおのずと伸びてくると予想される。海外でESG投資を既にお客様に提供している私たちだからこそ、日本での浸透を助けられるのではないかと考えている。

また、金融庁が国民の資産形成のために現在推進している取り組みと、ESG投資は親和性が高いと考えられる。例えば、資産形成層として期待されるミレニアム世代は、スマート消費に興味があり、社会貢献度の高い企業を就職先に選ぶ傾向があると言われている。そうした価値観とESG投資の概念は良くなじみ、積立投資やニーサなどの投資対象に相応しいものと思われる。機関投資家だけでなく、リテール市場でもESG投資を浸透させたい。

水口教授：世界は今、豊かさを保持していけるのか、混乱に陥るのか大きな岐路に立っている。環境の悪化や社会の不平等が表面化している。あらゆる人が何かしらの行動を取らないと後悔することになりかねない。欧州では金融業界ができることは何かと考えて責任投資を実践している。社会はコンセプトと人間の行動によって動く。日本でも責任投資の考え方を広げていき、近い将来、日本は責任投資の分野で進んでいると欧州の人に言ってもらえるようになりたいと考えている。

免責事項
本報告書に含まれる情報は、①情報提供のみを目的とするものであり、有価証券の取引等の勧誘等を行うものでも、証券投資に関する助言等を提供するものでもなく、②正確性や完全性を保証するものではなく、今後予告なく変更されることがある。さらに、記載の内容や統計数値については、正確性を期すための努力を行ったが、情報の漏れや誤りについて、またこの情報に基づいて下されたいかなる判断や行動によって生じた間接的・直接的損害に対して、当法人は何らの責任を負うものではない。

著作権
本報告書の内容に関する一切の権利は、NPO 法人日本サステナブル投資フォーラム（JSIF）にあり、複製または転載等を行う場合には JSIF 事務局へ事前の了承が必要なものとする。