グリーンボンドを含む国内ESG投資の潮流

高崎経済大学　教授
水口　剛

2006年4月　責任投資原則(PRI)発足

PRIの現状

- 責任投資原則（PRI）：2006年、国連の支援で策定
- 署名機関数、2320（2019年2月24日）
- 運用資産総額、$89,653.68 billion（Annual Report2018より。ただしダブルカウントあり）

1．ESG課題を投資の分析と意思決定のプロセスに組み込む。
2．積極的な株主となり、ESG課題を株主としての方針と活動に組み込む。
3．投資先企業にESG課題に関する適切な情報開示を求める。
4．投資業界がこれらの原則を受け入れ、実践するよう促す。
5．原則の実施にあたって、効果が高まるよう相互に協力する。
6．原則の実施に関する活動と進捗について報告する。

PRIへの署名状況（国内）

アセットオーナー	運用機関	サービスプロバイダー	合計
17	41	11	69

（世界第10位）

（アセットオーナー）
GPIF、企業年金連合会、セコム、キッコーマン、上智大学、損保ジャパン、太陽生命、日本生命、日本政策投資銀行、大同生命、富国生命、第一生命、MS&AD、東京海上日動、労働金庫連合会、かんぽ生命保険、明治安田生命

出所：PRIのHPより、一部抜粋、2019年2月24日現在

GPIFのESG指数一覧

採用ESG指数一覧

総合型指数		テーマ指数
国内株 FTSE Blossom Japan Index	E （環境）	国内株 外国株 S&P／JPX カーボン・エフィシェント指数シリーズ
国内株 MSCIジャパンESGセレクト・リーダーズ指数	S （社会）	国内株 MSCI日本株女性活躍指数（WIN）
	G （ガバナンス）	現在採用なし

Climate Action 100+（2017年12月発足）

Climate Action 100+
Global Investors Driving Business Transition

Home　Investors　Companies　News and Events　FAQ　Sign on to Climate Action 100+
About Us　Contact

スコープ3まで含めて、排出量の最も上位の企業（161社）にエンゲージメント
323の投資家（32兆ドル）が署名（2019年2月時点）
＜日本からの署名＞
GPIF、アセットマネジメントOne、富国生命投資顧問、三菱UFJ信託銀行、日興アセットマネジメント、りそな銀行、損保ジャパン日本興亜、三井住友信託

Global Investors Driving Business Transition

各社のスチュワードシップレポート

三井住友トラストアセットマネジメント

Highlights

インベストメント・チェーンの中での価値創造を支援する。

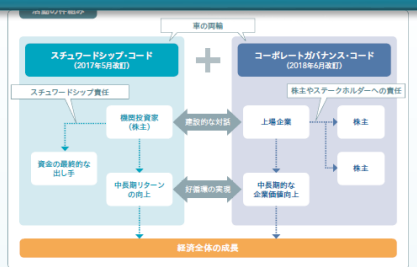
アベノミクスの「日本再興戦略」では、我が国が急速な高齢化と人口減少に直面するなか、限られる資源を最大限に活用して中長期的な国富の維持・形成を図ること、そのためには企業の「稼ぐ力」の強化、および持続的な企業価値の向上が必要とされています。

こうした企業の持続的成長への貢献を機関投資家に求めたものが「日本版スチュワードシップ・コード」(以下、日本版SSC)であり、企業に対してガバナンス強化の指針を示したものが「コーポレートガバナンス・コード」(以下、CGC)になります。両コードはインベストメント・チェーン(資金の拠出者から、資金を最終的に事業活動に使う企業に至るまでの経路および各機能のつながり)全体をガバナンス改革によって最適化するため、いわば「車の両輪」にいえます。当社は、インベストメント・チェーンにおける運用機関としての役割を機械的に果たすことにより、価値創造を支援していきます。

一方、持続的成長に影響を及ぼし得るESGへの対応も重要です。ESGは財務情報に表れない非財務領域の課題であり、時間の経過とともに企業価値に大きなインパクトをもたらす可能性があります。当社は従来からESG課題に機械的に取り組んでおり、投資の意思決定にESGの考慮を求めたPRIには、設立時の2006年5月に署名しました。また、PRIを起点とするさまざまな国際的イニシアチブにも参画して、グローバルベースで先駆的なESG活動を行ってきました。

2019年における当社のESG活動テーマは、①気候変動問題、②水資源・海洋汚染問題、③ガバナンス改革の後押し、④ESG情報開示の促進、の4点です。当社では、これらESG課題の認識を企業と共有化し、時間軸を踏まえた対応の策定およびその開示を促すことにより、価値改善に資する活動を進めていきます。

当社は「資在める機関投資家」として、エンゲージメント、議決権行使、ESG課題への対応など、企業価値向上に資するスチュワードシップ活動を通じ、お客さまから預かっている資産の中長期的な投資リターンの最大化を目指していきます。



当社が注力するESG活動テーマ(2019年)

	テーマ	具体的活動内容	関連するSDGs目標
1	気候変動問題	・温室効果ガス排出量の多い産業への独自エンゲージメント(セメント・紙パルプ・電力・石油等の産業) ・気候変動の国際イニシアチブであるCA100+[※1]の活動を核心(日本企業、アジア企業へのエンゲージメント)	7 8 13
2	水資源・海洋汚染問題	・海洋プラスチックへの対応(化学・食品・小売業等へのエンゲージメント) ・水資源リスクへの機械投資と対応改善の要求(飲料・食品・アパレル等へのエンゲージメント)	6 12 14 15
3	ガバナンス改革の後押し	・取締役会の独立性向上、女性取締役比率上昇などダイバーシティの推進を後押し ・「稼ぐ力」の持続的向上と適切なキャピタルアロケーション(成長投資と金銭キャッシュ還元のバランス)	5 16
4	ESG情報開示の促進	・企業にSDGs到達(ESG課題解決への貢献と収益寄与)を意識した情報開示を促す ・情報開示ルールである「TCFD[※2]」への関与強化(関係省庁等との連携)	

※1 Climate Action 100+・・・詳細は5ページ、41ページをご参照ください。
※2 Task Force on Climate-related Financial Disclosures。詳細は37、41ページをご参照ください。

三菱UFJ信託銀行

SG課題」についての対話

続可能な社会の構築には、投資先企業と対話が重要と考えております。そこで、企業価値向上のために対話すべき内容を大なESG課題」として定めています。「重大なESG題」は、全ての投資先企業が対象となる内容と、特定種や個別企業が対象となる内容で構成しています。例えば、投資先企業共通のESG課題として、「環境影」や「環境に配慮した方針」などの情報開示を重視しています。また、昨今の労働環境の変化を踏まえた「従業員満足度の向上」に対する施策も重要性が高い課題です。

また、特定業種が対象となるESG課題は、気候変動への対応です。気候変動への対応は、業種により個別性が高いと考えています。例えば、温室効果ガスの排出抑制に向けた対話については、事業継続への影響が大きいと考えられる電気・ガスセクターや、運輸関連セクター等に行っています。

資先企業共通の重大なESG課題

E 気候変動 環境影響の開示 環境に配慮した方針

S 労働環境 従業員満足度の向上(差別等の防止) 労働安全衛生対策

G ガバナンス 不祥事の防止 持続的な体制

定セクターを対象とした主なESG課題

	重大な課題	対話対象となる投資先企業
E	CO_2排出量・温暖化影響	電気・ガス、陸運、海運、空運、卸売、総合商社
E	廃棄物排出量の抑制、汚染物質の流失防止、有害排出物質削減	製造業全般、陸運、海運、空運
E	経営のモニタリング	B to C企業、食品、小売業
E	水消費量の抑制	パルプ・紙

たちの活動

SGを銘柄選別のプロセスに組み込み、持続的な利益長ができる銘柄を厳選したファンド設定・運用に力を

けではなく、新たな指数開発や債券運用においてもESGを考慮しております。

アクティブ運用におけるESG

国内株式マネージャーアクティブ運用においては、2014年3月のスチュワードシップ・コードの受け入れ表明以後、「目的を持った対話」の4つの論点について対話を行い、投資先企業を分析しています。4つの論点のうち「中長期的な事業戦略」については、ESG情報を含む非財務情報の重要性が高いと考えており、「アナリスト・ファンドマネージャー」は、独自のESGデータベースによる評価と、投資先企業の統合報告書等の開示情報を精査し、企業価値向上という「目的を持った対話」に繋げています。非財務情報の分析と対話内容を加味した業績予想と、潜在的な企業価値を織まえた株価評価を行い、ファンドパフォーマンスの向上に向けた投資判断をしています。

エンゲージメントにおける4つの論点

	ESGについて重視する項目
財務戦略	財務・非財務目標に対するKPIの設定
中長期的な事業戦略	ESG関連リスク及び、ESG課題解決による成長機会 中長期的な事業戦略と、ESG戦略の関係性 重要課題(マテリアリティ)の特定 SDGsを意識するビジネスモデル
コーポレートガバナンス	ESG戦略に対する取締役会の関与
情報開示姿勢	ESGスコアを用いた、非財務情報の開示促進

ESG特化運用

株式運用において、投資意思決定プロセスの中に最もESG情報を活用した運用戦略として、国内株式「ESGサステイナブル企業投資型」が挙げられます。当ファンドは、ESG情報をもとに、将来の非財務価値に影響を与え得る要素を加味してスコア化した「ESGサステイナブルスコア」により投資対象企業を抽出し、サステイナブルファンド運用チームが、企業内に有る非財務価値を

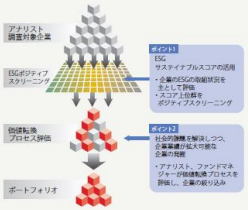
日訪問調査と対話

象企業の中か

企業業績を拡

業に選別投資

「ESGサステイナブル企業投資型」運用プロセス



りそな銀行

課題設定

グローバルイシュー(トップダウンアプローチ)

E(環境)

気候変動

気候変動に関する機会とリスクの対応と開示

自動車、鉄鋼、化学、電力等の高リスク業種企業に対し、気候変動に関する機会とリスクの情報開示を要請

CDP DISCLOSURE INSIGHT ACTION

Climate Action 100+への参加

PRIと世界機関投資家団体(IGCC(豪)、INCR(米)、iGCC(蘭)、AIGCC(アジア))が企業の気候変動への取り組みを支援するための5カ年活動。世界の大手企業100社(日本企業10社)に気候変動リスク(ウリ協定)へのコミットメント、体制、開示を要請する

Climate Action 100+ Investors in climate change action

PRI-led engagement on climate change transition for oil and gas

Climate Action 100+の要請対応版への参加

サステイナブルなパーム油の調達

パーム油に関する関連方針、認証パーム油の調達

森林破壊リスクおよび人権問題

森林破壊リスクにフォーカスを当てた畜牛の供給ソースと重要課題に関する関係団体を要請

Signatory of PRI Principles for Responsible Investment

S(社会)

PRI サプライチェーンマネジメントにおけるリスク管理

従業員・サプライヤー・取引先の人権問題に関する取り組み(児童労働・過重労働、差別など)

PRI 農業分野の労働慣行におけるリスク管理

労働慣行の評価、サプライヤー・コミュニケーション、リスク管理、モニタリング

ローカルイシュー(ボトムアップアプローチ)

G(ガバナンス)

コーポレートガバナンスの向上

執行と監督の分離、取締役会の厚い独立性、株主に対する平等な権利保障、会計の信頼性を中心にエンゲージメントを継続する

腐敗防止対策促進

GCNJ公開「機関投資家チェックリスト」などを活用し、重点領域(環境、雇用、金融)およびグローバル企業を中心に対応を進める

Global Compact Network Japan

D(情

非財務情報開示の充実 [非公表企業]

非財務情報の重要性、ESGの考え方、対話の重要性についてアウェアネス(気づき)を与える

統合報告

アセットマネジメントOne

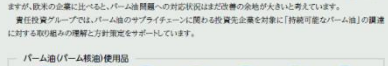
2017年8月から、機関投資家連、社会関連関連にかかる「持続可能なパーム油」の調達をテーマとしたエンゲージメントを開始しています。

パーム油は世界で一番使用されている植物油であり、多くの食品、洗剤などの家庭用品、化粧品の原料として使用されています。その一方で、主要生産国であるマレーシアやインドネシアにおいて、パーム農園開発に伴う森林破壊、児童労働や強制労働、先住民との紛争等の問題をはらむ植物油でもあります。

パーム油を原料として製品を取り扱う企業、つまりパーム油のサプライチェーンに関わる企業は日本にも数多く存在しますが、欧米の企業に比べると、パーム油問題への対応状況はまだ改善の余地が大きいと考えています。

責任投資グループでは、パーム油のサプライチェーンに関わる投資先企業を対象に「持続可能なパーム油」の調達に対する取り組みの確認と方針策定をサポートしています。

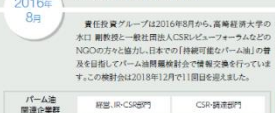
パーム油(パーム核油)使用品



2016年8月

パーム油問題検討会発足

責任投資グループは2016年8月から、高崎経済大学の木口 剛教授と一般社団法人CSRレビューフォーラムとのNGOの方々と協力し、日本での「持続可能なパーム油」の普及を目指してパーム油問題検討会で情報交換を行っています。この検討会は2018年12月で11回目を迎えました。



©WWFジャパン

私たちがいま注目している
ESGテーマ

アセットマネジメントOneの視点

社会の持続可能な発展に寄与する企業には、中長期的に持続的な企業価値の向上が求められ、投資の世界では、企業・投資家の双方に、企業価値の毀損となるESGを重視する必要性が高まっています。ESG課題自体は、日々の企業活動の結果に起在しています。当社では、中長期的な企業価値向上に大きな影響を与えると考えられる次のESGテーマを最優先テーマとして位置付けて、積極的にエンゲージメントを行っています。

	注目する理由	私たちの見方
気候変動	パリ協定やTCFDなどの国際的な枠組みには環境的な動きが見られますが、各企業の取組みはこれらの枠組みに追随できていません。足元では、取組みを評価するために必要な情報開示も不十分であると認識しており、投資家が企業へ働きかける余地は大いにあると考えています。	世間の議論は外部不経済に焦点が置いているとの印象をもっていますが、日本企業には外部経済に注目することで評価改善が図れる企業が数多くあります。当社では、情報開示の改善を引き続き働きかけていく他、気候変動がマテリアリティと位置付けられる企業に気候変動の視点から企業価値向上を図るべくエンゲージメントを行っていきたいと考えています。
ヒューマンキャピタルマネジメント	米国で現代奴隷法が制定されて以降、従来にも増して人権問題に対する企業の対応が重視されています。一方、国内企業では、労働力不足が進展するなかで「働き方改革」の必要性が強く喚起されています。企業経営と切り離して考えられるヒューマンキャピタルマネジメントの重要性が高まっています。	人権については、国際的に設定された人権基準の尊重に対する明確なコミットメント(資料の作成)だけでの手段を講じたとしてリスクの高さ」から、また「働き方改革」については、長期視野の解決、非正規と正社員の格差の是正、高齢者や女性の就業促進を通じて、労働生産性(GDP等人づくりが行われているか主体)リターンの視点」からエンゲージメントを行っていきたいと考えています。
地方創生	少子高齢化や急速な人口減少が控えている日本が抱える社会課題として、地方活性化と日本全体の活力向上が挙げられます。東京一極集中が問題視される中、各地方がそれぞれの魅力や特徴を活かしながら持続的に発展していくことは、日本全体の活力向上を図るとって不可欠であると考えています。	当社では、特に地方活性化を図るとで流動性が高まる地域金融機関に注目しています。これらの金融機関は低収益に留まる場合が多く、各行の収益力が十分とは言えない状況にあります。地域金融機関をカバーしている投資家も少ないと考えられたため、日本全体の活力向上の観点から機関的にエンゲージメントを行っていきたいと考えています。
サプライチェーン	グローバリゼーションの進展により、環境問題や社会問題への対応は、もはや個々の企業単体で行うことは困難になっています。各企業がCSR調達ガイドラインなどに基づいてサプライチェーン全体で対応していくことが求められている中、投資家から企業に対してサプライチェーンを意識した課題解決に向けての働きかけが求められていると考えています。	グローバルな市場で活躍していてESG対応企業が取組みを更に進めていくことは、同業種内で他者と相対的に対応が遅れている企業へのプラス影響が期待され、市場全体の底上げに繋がり、さらに、社会にとってポジティブなインパクトの拡大に繋がるものと考えています。

ESG投資の動機とグリーンボンドの位置づけ

＜経済的動機＞

＜長期投資家の立場＞
リスク回避・収益機会追求。
ESG要因が市場に織り込まれることへの合理的対応。

＜ユニバーサルオーナー＞
負の外部性の削減。
ポートフォリオ全体の長期的利益を守る。

＜非経済的動機＞

＜将来世代への責任＞
年金加入者の将来の生活基盤等を守る。

＜個人投資家の立場＞
環境・社会を重視する価値観
Sustainability Preferences

グリーンボンド

ESG投資の方法とグリーンボンドの位置づけ

環境省グリーンボンドガイドライン

2014年

グリーンボンド原則

- 資金使途
- プロジェクトの選定プロセス
- 資金管理
- レポーティング

反映

2017年

環境省グリーンボンドガイドライン

- 共通の4要素
- 追加事項
- 解説
- 例示

グリーンボンド関連施策

＜モデル発行事例の選定＞

鉄道・運輸機構

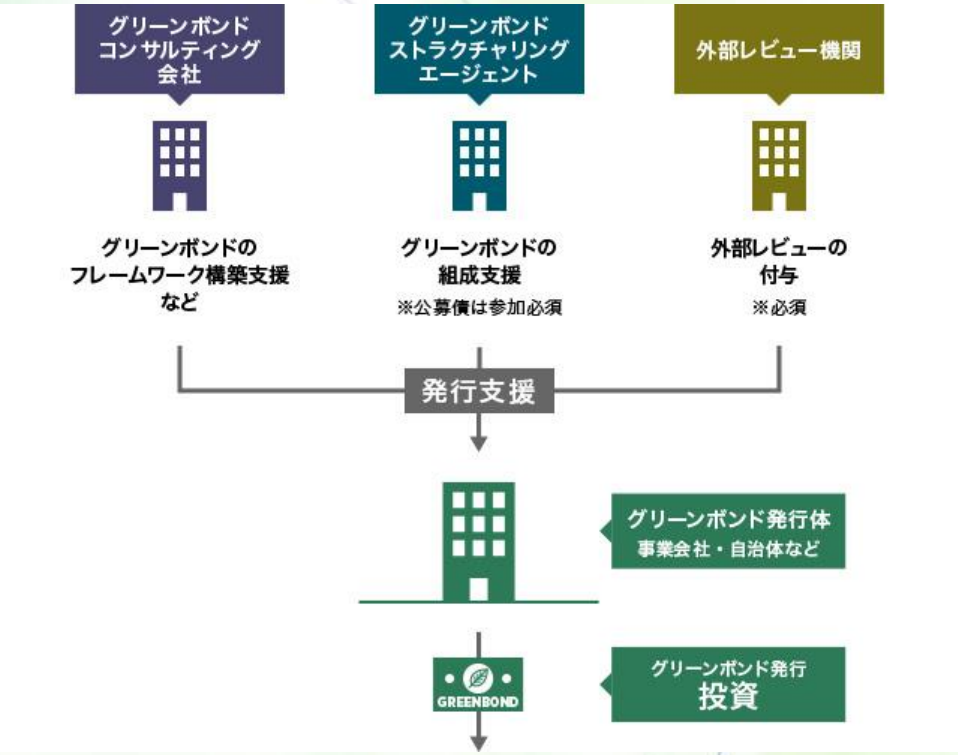
H-GreenBond

日本郵船

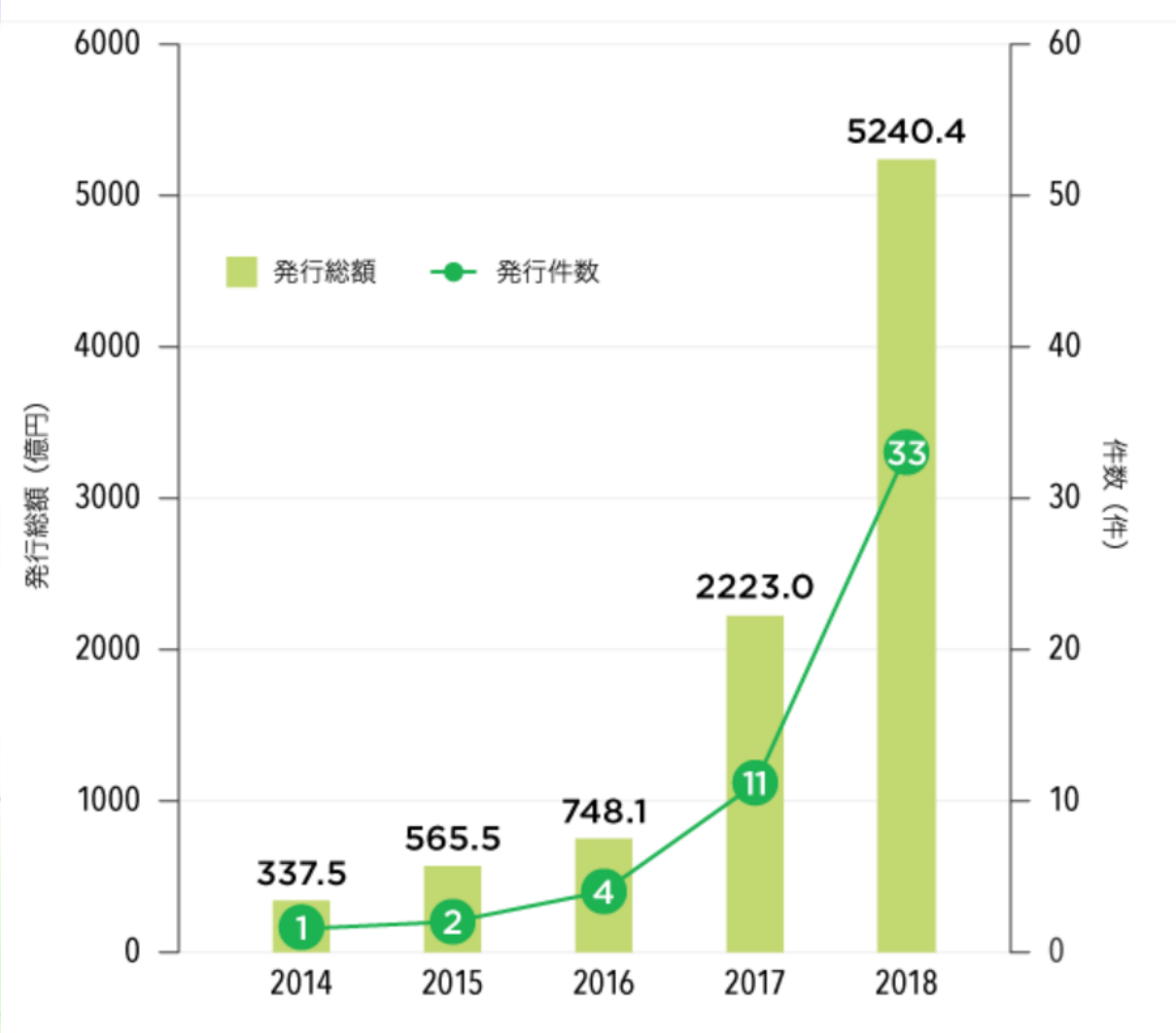
三菱地所

住宅金融支援機構
Japan Housing Finance Agency

＜発行促進体制整備支援＞



国内企業のグリーンボンド発行実績



出所：環境省作成（グリーンボンド発行促進プラットフォームより引用）

ESG債市場の持続的発展に関する研究会

野村資本市場研究所主催
（参加メンバー）
発行体、投資家、証券会社、外部評価機関、研究者等
2018年2月―2019年1月

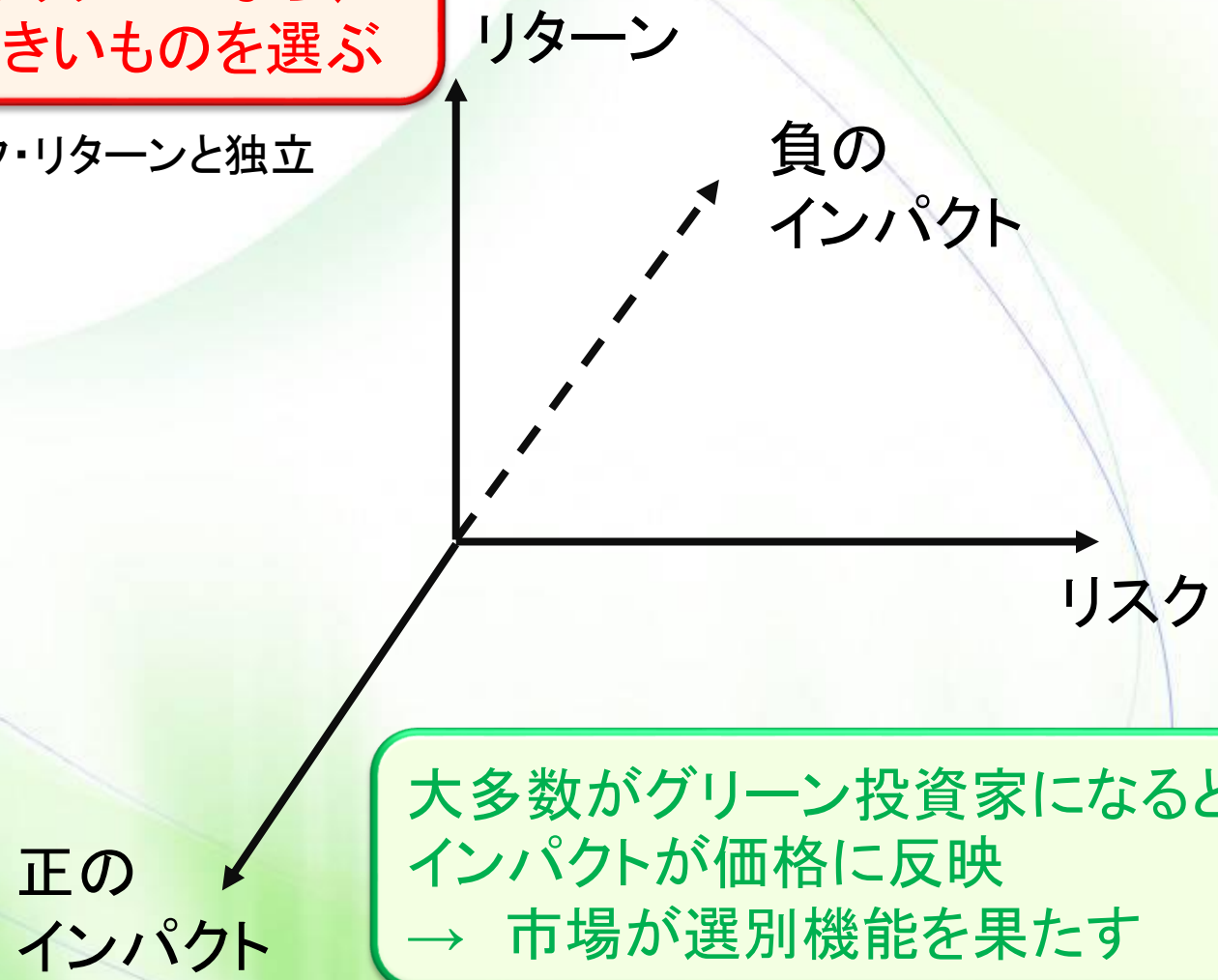
主要な論点

- ✓ プライシング　―　発行体の信用で発行する債券に、グリーンプレミアムはつくのか？
- ✓ 追加性　―　追加的な環境上の効果を生んだと言えるのはどういう場合か？
- ✓ 発行コスト　―　発行コストは誰が負担するのか。コストをかけてグリーンボンドにするのはなぜか？

リスク・リターン・インパクトの3次元の判断

(現在）
同じリスク・同じリターンなら、
インパクトの大きいものを選ぶ

（インパクトはリスク・リターンと独立に決まる。）



大多数がグリーン投資家になると、
インパクトが価格に反映
→　市場が選別機能を果たす