

## ESG 投資とは

ニッセイアセットマネジメント株式会社

チーフ・コーポレート・ガバナンス・オフィサー

上席運用部長（投資調査室） ESG 推進室長 井口 譲二

ESG 投資（ESG に着目した投資）とは、投資に際し、企業の「ESG」の側面に配慮し、運用を行うことである。一昔前までは、ESG 投資は、SRI 投資（社会的責任投資）の一つとされていた。SRI 投資は、従来の財務分析による投資基準に加え、社会・倫理・環境といった点などにおいて社会的責任を果たしているかどうかを投資基準にし、投資行動をとる投資手法である。

### SRI 投資と ESG 投資

SRI 投資の例としては、タバコ、ギャンブル、武器に関連する企業への投資を禁じるなどが挙げられる（ネガティブ・スクリーニング）。また、環境に優しい企業か、法律を遵守しているかなどが基準に加えられることも多い。宗教的な配慮がなされることもある。しかし、この「社会的責任投資の考え方」は、受益者から預かった資産の運用パフォーマンス拡大にのみ全力を尽くさなければならない「受託者責任」と相容れない部分もあるため、運用業界全体の流れとまでには至らなかった。このような中、運用パフォーマンス拡大に重点を置く ESG 投資が注目を集めて

いる。

このように「長期投資を通じ、まずは、（顧客のために）“長期的なリターン”の最大化を目指す。そして、その投資行動が、究極的には、持続可能性（Sustainability）へのサポートという形で、社会貢献にもつながる」というのが、最近、よく話題となる「ESG 投資」の考え方の主流であり、SRI 投資とは一線を画す。

経営学の分野で、ポーター教授が、企業の社会的貢献に対し、従来の寄付的な概念から脱し、事業と社会が価値を共有し、事業活動を通じ、社会貢献も可能とする、「CVS（Creating Shared Value）」を提唱している。この資産運用版が ESG 投資と考えてよいのかもしれない。

### 〈急増する ESG 投資〉

この ESG 投資と SRI 投資の合計額である日本のサステナブル投資残高は、2016年時点では、約56兆円（474 Billion 米ドル）と急増しているものの、グローバルの約2,500兆円（22,890 Billion 米ドル）に比べ低水準にとどまっている。ただし、2017年9月時点<sup>(注)</sup>では、サステナブル投資残高は、2016年の約56兆円

(注)JSIF「第3回サステナブル投資残高アンケート調査」(2017)

から約137兆円（1,236Billion 米ドル）へと急増しており、カナダに迫る勢いとなっている。この大きな増加の背景には、前記の ESG 投資の拡大がある。

### スチュワードシップ・コードと ESG 投資

日本における ESG 投資の広がり、2014年に導入された日本版スチュワードシップ・コードの導入がきっかけとなっている。コードへの署名機関には「投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づく建設的な『目的を持った対話』などを通じて、当該企業の企業価値の向上や持続的成長を促すことにより、『顧客・受益者』の中長期的な投資リターンの拡大を図る」とする「スチュワードシップ責任」が生ずることになる。平易に言えば、「中長期の視点で企業価値向上をサポートし、その結果として株式リターンの拡大を目指す投資行動」が署名機関に求められることとなるのである。このスチュワードシップ・コードに約200以上の機関投資家（国内外の資産運用会社・年金基金等）が署名を行っているが、日本の上場企業に投資している多くの投資家が署名している状況であるため、スチュワードシップ・コード導入により、日本の株式市場の投資スタイル自体が大きく中長期志向に変化していると考えている。

#### 〈投資視点の中長期化と非財務情報の重要性の高まり〉

企業から投資家に提供される「IR 情報」は、「財務情報」と財務情報ではないが投資に欠かせない「非財務情報」から構成されるが、投資家の中長期指向が進む中、この非財務情報の重要性が増している。

非財務情報の分析は、主に、①企業理念（企業の DNA）：長期の企業経営の指針への理解、②ビジネスモデル：企業の収益を稼ぐ仕組みの分析、③経営戦略：収益拡大に向けた具体的な計画の分析、④コーポレートガバナンス：前記①～③のプロセスのモニタリングを可能とする適切なガバナンス体制か否かの分析で構成される。

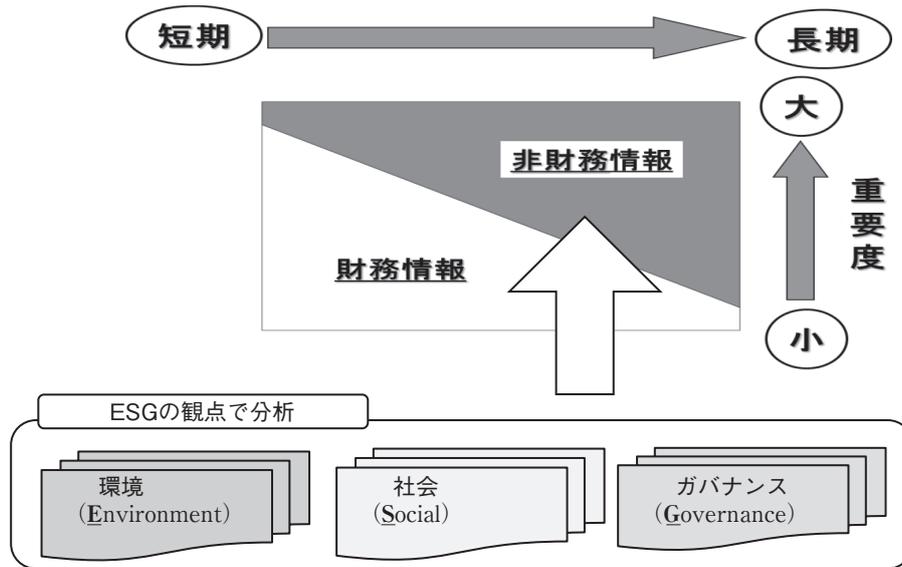
図表1の上の長方形は、投資の時間軸での財務情報と非財務情報の有用性を示している。横軸の「短期⇒長期」は、企業分析あるいは投資判断の時間軸、縦軸が投資判断における情報の有用性を表している。簡単にいえば、「次によい決算が出るぞ」ということに賭ける短期的な投資スタイル（図の一番左）では財務情報の白い部分が上まできているように、四半期決算発表数値のような財務情報のみが有用な情報となる。しかし、投資の視点が中長期化するに沿って、財務情報だけでなく“非財務情報”も有用な情報となるのである（非財務情報の部分が増えてくる）。

そして、この有用性が高まる非財務情報の評価をするための枠組みとして注目されているのが、E：Environment（環境）、S：Social（社会）、G：Governance（ガバナンス）の頭文字をとった“ESG”である。そして、この ESG 評価を活用した投資行動がグローバルの年金資金の運用にも広がっている。

### ESG 評価を中心とした中長期業績の予想

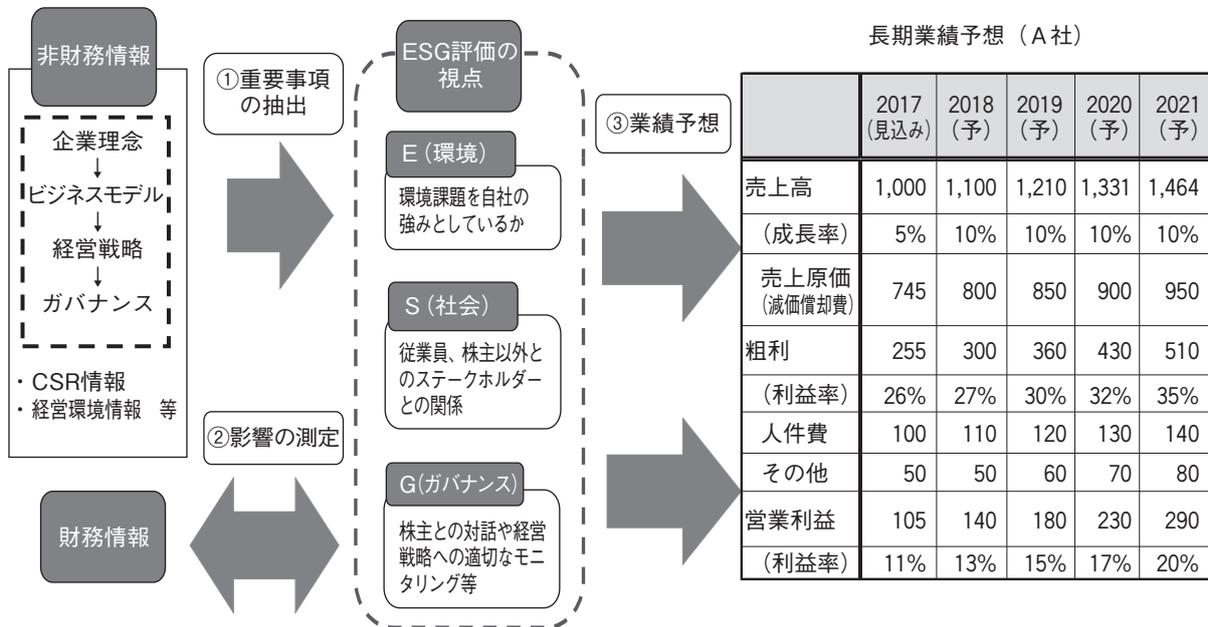
有用性が高まる非財務情報を分析する枠組みとして ESG が注目されていると述べたが、図表2では、ESG 評価を組み込んだ中長期投資家の運用プロセスを示している。以下の a)、b) の2つのステップを経て、ESG 評

図表1 相対的に高まる非財務情報の重要性と ESG の視点



(出所) 井口「企業価値向上のイメージを描写する情報開示」、北川哲雄編著『ステュワードシップとコーポレートガバナンス：2つのコードが変える日本の企業・経済・社会』第5章、東洋経済新報社

図表2 非財務情報の長期業績予想への活用



(出所)筆者作成

価を投資判断に活かすこととなる。

- a) 非財務情報として提供される、企業理念、ビジネスモデル、経営戦略、経営環境等といった非財務情報の中から、E（環境）、S（社会）、G（ガバナンス）の視点で将来の企業業績動向に重要な影響を与えると判断される事項を抽出する（①重要事項の抽出）。
- b) (過去の) 財務情報を活用し、抽出された事項の業績への影響度を確認する。この影響度をベースとし、今後予想される事業環境等を織り込み、将来の業績予想を行う（②影響の測定、③業績予想）。

このように長期業績予想プロセスの中で“ESG 評価”は、その中核に位置し、長期業績予想と不可分の関係となる。

### 〈ESG 評価の実際〉

ここでは、前記の「非財務情報の将来業績予想への活用」に沿い、具体的に投資家が行う「ESG 評価」について、E・S・Gの評価毎に考察する。

#### ①E：環境評価

環境（E）評価では環境課題の将来業績へ与える影響を考慮する。例えば、環境製品で今後ビジネスの拡大を計画する企業においては、環境（E）要因は将来の業績に重大な影響を与える事項となる。製品の販売・研究開発体制を含めた現状のビジネスモデルの確認と（過去の）財務情報を活用した環境製品の収益性・資本効率性（必要設備投資額）を把握した上で、当分野における今後の経営戦略（経営資源の投入など）や予想される事業環境の変化等を織り込み、将来の業績予想に使

用する予測数値の確定を行うこととなる。

#### ②S：社会評価

社会（S）評価では従業員など株主以外のステークホルダーとの関係等が将来業績予想に与える影響を考察する。例えば、経営戦略の変更においては、新規人材の採用・働き方を変えるための新しい評価体系の導入・組織運営の変更などが行われるため、社会（S）要因が将来業績に重大な影響を与えることとなる。この社会（S）要因を将来の業績予想に活かすには、現状の施策の進捗と（過去の）財務情報への影響の確認、そして、今後の施策の進展による効果（売上高／人など）の予想と、その予想の将来業績へ反映が必要となる。

#### ③G：ガバナンス評価

ガバナンス（G）要因は、取締役会による経営へのモニタリングの実効性を見る視点であり、企業経営のどの局面においても重要となる。また、将来の業績予想の作成においても最重要項目となる。ガバナンス評価（G）にあたっては、これまでの経営戦略と（過去の）財務情報から事業成績（経営のクオリティ）の判断を行い、取締役会のモニタリングの実効性の判断を行う。実効性が高いと判断される場合、的確な経営戦略のもと将来の業績予想においても高い資本効率性の維持と成長が予想されることとなる。

以上のように、非財務情報を長期業績予想に活用するには、投資先企業のビジネスモデル、経営戦略などの理解を前提とした ESG 評価による非財務情報項目の重要性の決定と、（過去の）財務情報を活用したその影響度の測定が重要となるのである。

## 最後に

スチュワードシップ・コード導入に伴う投資行動の変化（中長期志向化）により、従来の財務情報に加え、非財務情報が重要となっている。この非財務情報を分析する枠組みとして ESG が脚光を浴びているが、企業理念・ビジネスモデル・経営戦略・ガバナンスを理解した上で、企業価値創造の持続性を確認するため ESG 評価を活用することとなる。このため、ESG 評価の成否が中長期投資家の株価パフォーマンスを決めることにもなる。

グローバルでも、中長期投資実行のメルクマールとして運用プロセスへの ESG の統合が進んでいる。米国では2015年にエリサ法の再解釈が行われ、ESG 投資への障害が取り除かれ、投資における ESG の活用が一段と進むものと予想している。一方で、欧米中心に企業の社会的責任を問う声が高まっており、このような動きが企業行動にも影響を及ぼす

と予想している。このため、ESG を活用した分析の際にも、企業の社会的な責任に配慮する必要が出てきている。具体的には、E・S・G 評価の中で、E 評価と S 評価の重要度が増すものと考ええる。

現状の環境問題や社会問題の波は一過性のブームではなく、企業行動の構造的な変化である可能性が高い。このような中、ファンダメンタルズ分析を通じた株主価値を算出する業務を行う投資家は、現状以上に長期の視点で経営者と時間軸を合わせるよう努め、企業の本物の姿・価値を理解する必要があるであろう。このことは企業との建設的な対話を通じ、投資先企業の一段の株主価値向上にもつながるものと考ええる。

井口 譲二（いぐち じょうじ）

1988年 大阪大学経済学部卒業、日本生命保険(相)入社

2000年 ニッセイアセットマネジメント(株)入社

金融・素材セクターのアナリスト等を経て現職