

# 基礎研 レポート

## ESG投資と統合思考のために

「サステナビリティのメガトレンド」を背景に  
ビジネス・パラダイムの大転換

保険研究部 上席研究員、ESG 研究室長 川村 雅彦  
(03)3512-1789 kawam@nli-research.co.jp

### はじめに:2015 年、人類文明は「分水嶺」を越えた

#### 【サステナビリティのメガトレンド ⇒ 変わる競争軸】

2010 年代に入って、長期視点から社会的課題を解決するために、グローバル・ローカルレベルで社会経済の枠組が変わり始めた(図表 1)。これを「サステナビリティのメガトレンド」と呼ぶが、企業の長期戦略やビジネスモデルに構造的な変化をもたらすことは明らかである。つまり、“競争軸”が大きく変わるのである。実際、このことに気付いた企業から変わり始めている。

図表 1:「サステナビリティのメガトレンド」にかかわる近年の動き

2010 年 11 月	ISO が CSR の国際規格 <b>ISO26000</b> を発行 (CSR の定義を確立)
2011 年 01 月	ポーター教授が社会的課題から考える <b>CSV(共有価値の創造)</b> を提唱
2013 年 05 月	GRI が <b>サステナビリティ・レポート・ガイドライン第4版</b> を発行
2013 年 12 月	IIRC が統合思考を促す <b>国際統合報告フレームワーク</b> を公表
2014 年 02 月	○金融庁が機関投資家向けの <b>日本版スチュワードシップ・コード</b> を発表
2014 年 06 月	米国で気候変動の経済リスクを警告する報告書「 <b>リスクー・ビジネス</b> 」の公表
2014 年 11 月	EU が会計指令を改訂し、 <b>環境・労働・人権・腐敗防止の開示</b> を義務化
2014 年 12 月	<b>CDP カーボン</b> に署名する世界の機関投資家が 800 を越す
2015 年 03 月	英国でサプライチェーンの CSR を問う <b>現代奴隷法</b> が成立
2015 年 04 月	G20 が FSB(金融安定理事会)に <b>気候変動リスクへの金融業のあり方</b> を検討依頼 ※
2015 年 06 月	ローマ教皇フランシスコが地球保全の回勅「 <b>ラウダート・シ</b> 」を発表
2015 年 06 月	○金融庁と東京証券取引所が <b>コーポレートガバナンス・コード</b> を適用開始
2015 年 06 月	米国で年金運用を規制する <b>エリサ法</b> の ESG 投資の解釈を改訂
2015 年 07 月	フランスで低炭素社会への移行を推進する <b>エネルギー移行法</b> が成立
2015 年 09 月	国連持続可能な開発サミットで <b>持続可能な開発目標(SDGs)</b> を採択 ※
2015 年 09 月	○GPIF(年金積立金管理運用独立行政法人)が <b>国連責任投資原則</b> に署名 ※
2015 年 09 月	<b>改訂 ISO14001</b> (環境マネジメントシステム規格)が環境パフォーマンスを追求
2015 年 10 月	OECD が報告書「 <b>低炭素経済移行におけるダイベストメントと座礁資産</b> 」を公表
2015 年 10 月	○トヨタが“脱エンジン宣言”たる <b>トヨタ環境チャレンジ 2050</b> を発表 ※
2015 年 11 月	○日本政府が国家としての <b>気候変動への適応計画</b> を閣議決定
2015 年 12 月	COP21 の <b>パリ協定</b> で 2050 年以降に CO <sub>2</sub> 排出の実質ゼロ目標に合意 ※

(注)○は日本の動きを示す。※は 2015 年のパラダイム大転換を象徴する出来事を示す。

(資料)筆者作成

## 【2015年のパラダイム大転換】

図表 1 で 2015 年に多くが集中していることから分かるように、このサステナビリティのメガトレンドのなかで、2015 年に人類文明は「分水嶺」を越えたと言われる。方向転換を意味するピボット・イヤーとも称される。つまり、この 2015 年を境に人類文明のパラダイムが大きく転換したのである。18 世紀後半の産業革命以降の化石燃料に依存した文明のパラダイムは、“地球は無限”という錯覚に基づく『限りない成長』であった。しかし、分水嶺を越えた現在、“地球は有限”という現実に基づく『持続可能な発展』に変わったのである。

2015 年のパラダイム大転換を象徴する世界的な動きが三つある。うち二つは国連によるもので、一つは 2030 年の地球社会のめざすべき姿を示す「SDGs (Sustainable Development Goals : 持続可能な開発目標)」の採択である。もう一つは、COP21 (第 21 回国連気候変動枠組条約締約国会議)における 21 世紀後半に CO<sub>2</sub> 排出量の実質ゼロをめざす「パリ協定 (Paris Agreement)」の合意である。三つめは、G20 財務大臣・中央銀行総裁会議の 4 月声明を受けて、FSB (金融安定理事会)が金融機関に対する気候変動リスクの情報開示基準を検討する「気候関連財務ディスクロージャー・タスクフォース (TCFD)」を設置したことである。

一方、日本でも 2015 年にパラダイム大転換を象徴する二つの出来事があった。すなわち、ESG 投資を推進する「国連責任投資原則」への GPIF の署名とトヨタの“生き残り戦略”ともいえる「トヨタ環境ビジョン 2050」の公表である。

## 【これまでの常識はこれからの非常識】

これらの動きを俯瞰すれば、いずれも 21 世紀の地球社会をデザインする基本思想に通じるものであり、あらゆる主体にとってのキーワードは「サステナビリティ」である。これを企業戦略の観点からみると、これまでの 20 世紀型のビジネス常識や成功体験は通用せず、これからはむしろ経営のリスク要因となり、企業価値を損ない企業の存続さえ危うくする可能性もでてきた。これはビジネス・パラダイムの大転換に他ならない。

他方、機関投資家については、従来、資産運用に関する受託者責任 (Fiduciary Duty) は狭義に理解され、投資先の ESG に配慮することはリターン阻害要因として“違反”とされてきた。しかし、2006 年に受託者責任の範囲内での ESG 配慮を謳う「国連責任投資原則」(UNPRI)が制定されると、世界の機関投資家が趣旨に賛同して署名し、現在 1,576 団体となった。さらに 2015 年には米国で年金運用を規制する「エリサ法」(従業員退職所得保障法)に関して、「ESG 要因は運用に当って考慮すべき適切な要素となる」という新しい解釈が発表された。中長期視点から、ESG への配慮が受託者責任に“合致”することになったのである。

本稿では、このような問題意識のもと、サステナビリティにかかわる 2015 年の海外と国内の主要な動きについて、ビジネス・パラダイムの大転換の観点から考察する。そのうえで、投資家と企業の関係の観点から「ESG 投資」と「統合思考」についての筆者の論考を述べる。

なお、上述した世界の潮流のなかで、サステナビリティにかかわる概念やイニシアチブが数多く登場しているので、まずはそれらの位置関係を四つの観点から整理しておきたい(図表 2)。

図表 2: サステナビリティにかかわる概念やイニシアチブの位置関係

概念		
Sustainability	(社会と企業の)持続可能性	--
CSR	企業の社会的責任(対応力)	--
CSV	共有価値の創造(社会価値と経済価値の実現)	2011年01月提唱
原則・目標・戦略		
国連グローバル・コンパクト(UNGC)	人権・労働・環境・腐敗防止の原則	2000年発足
国連責任投資原則(UNPRI)	機関投資家の受託者責任の中でESG投資	2006年制定
IIRC統合報告フレームワーク	統合思考・統合報告の枠組み(内容要素)	2013年12月公表
SDGs 17Goals	持続可能な開発の17目標	2015年09月採択
日本版ステewardシップ・コード(5章)	機関投資家の責任ある投資の原則	2014年02月発表
コーポレートガバナンス・コード(7章)	上場企業のガバナンス原則	2015年06月発表
活動・報告・評価の基本軸		
Triple Bottom Line	経済・環境・社会	1997年提唱
ESG	環境・社会・ガバナンス	2000年頃登場
活動・報告・評価の項目・指標		
ISO26000 (※)	社会的責任の手引き	2010年11月発行
GRI Guideline G4 (※)	CSR報告ガイドライン	2013年05月公表
SDGs 169Targets (※)	持続可能な開発のための2030アジェンダ	2015年09月採択
(日本版ステewardシップ・コード 73項目)	(機関投資家の責任ある投資の行動項目)	2014年02月発表
(コーポレートガバナンス・コード 21指針)	(上場企業のガバナンス指針項目)	2015年06月適用

(※)3 者の対比表が作成されている。

(資料)後藤敏彦氏作成「CSR 相関図」(2016 年)に筆者加筆

## 1——2015 年のパラダイム大転換にかかわる動き

### 1 | 2015 年のサステナビリティにかかわる主要な世界の動き

本節では、2015 年のパラダイム大転換を牽引した世界の六つの動きの概要と意義を述べる。

まず、①2030 年を目標年次とする「SDGs (持続可能な開発目標)」、②気候変動防止に関する「パリ協定」、さらに③FSB による「TCFD(気候関連財務ディスクロージャー・タスクフォース)」の設置を取り上げる。次いで、④サプライチェーンを対象とする「現代奴隷法」、⑤ローマ教皇が地球保全を呼びかけた回勅「ラウダート・シ」、そして⑥年金運用の受託者責任の解釈を変えた「エリサ法」である。

#### ① 2030 年の持続可能な地球社会をめざす「SDGs」

2015 年 9 月、国連本部において「国連持続可能な開発サミット」が開催され、150 を超える加盟国首脳が参集して、「我々の世界を変革する：持続可能な開発のための 2030 アジェンダ」が全会一致で採択された。この世界共通のアジェンダでは人間、地球および繁栄のための行動計画として、宣言と目標がかかげられた。

この目標が「SDGs (持続可能な開発目標)」であり、17 目標(図表 3)と 169 ターゲットから構成され、2000 年から 2015 年までの「MDGs (ミレニアム開発目標)」の後継と位置づけられる。SDGs は 2030 年に向けた世界的な優先課題と世界のありたい姿を明らかにしたもので、貧困や飢餓、エネルギー、気候変動、平和的社会など、世界を持続可能な軌道に乗せるための具体的な機会を提供するものである。

SDGs は MDGs と異なり、政府だけでなく企業を含むあらゆる主体の積極的な取組が期待されている。特に、SDGs による企業活動への影響を解説し、サステナビリティを企業戦略の中核に据えるためのツールを提供することを目的に、企業の実践指南書ともいえる「SDGs コンパス」も発行された。

図表 3: 2030 年に向けた 17 目標を示す SDGs

17 目標 (地球レベルの社会的課題の解決を促す)



- 01 貧困の根絶 S
- 02 飢餓の根絶 S
- 03 健康と福祉の促進 S
- 04 教育の促進 S
- 05 ジェンダーの平等 S
- 06 水と衛生の確保 E/S
- 07 エネルギーの確保 E
- 08 適切な雇用の促進 S
- 09 強靱なインフラ構築 S
- 10 国内・国際間の不平等是正 S
- 11 持続可能な都市と居住 E/S
- 12 持続可能な生産と消費 E/S
- 13 気候変動への対策 E
- 14 海洋生態系の保全 E
- 15 陸域生態系・森林の保全 E
- 16 平和で包摂的な社会の促進 S
- 17 パートナーシップの強化 G

(注)NTTホールディングは会社として正式にコミットを表明した。

② CO<sub>2</sub>削減の超長期目標に合意した「パリ協定」

2015 年 12 月、パリで開催された COP21 (第 21 回国連気候変動枠組条約締約国会議)にて、2020 年以降の気候変動対策の国際枠組み「パリ協定」が正式に採択された。この協定は、京都議定書と同様に法的拘束力を持ち、歴史的な国際合意の第 1 歩と位置づけられる。その要諦は、世界全体で今世紀後半には人間活動による CO<sub>2</sub>を始めとする温室効果ガス排出量を実質的にゼロ(人為排出と森林吸収の相殺)にすることを明確に打ち出したことにある。

その実現に向け、全ての国に排出量削減目標を作り、その達成のための国内対策も義務付けられた。それは異常気象、洪水、旱魃、熱波、寒波、海面上昇あるいは生物種絶滅や感染症拡大など、気候変動による被害が世界中で確実に広がっているからである。最初に被害を受けるのは標高の低い島嶼国や貧困層を抱える途上国だが、日本も決して例外ではなく、農林水産業への影響や甚大な風水害を始めとしてその被害は次第に顕在化してきている。

人類文明の創造的破壊への扉を開いた「パリ協定」の概要は以下のとおり。

- **気温:** 世界共通の長期目標として、産業革命前からの地球平均気温上昇を 2℃未満に設定。脆弱国への配慮から 1.5℃抑制の努力にも言及
- **排出量:** 21世紀後半に人為起源の温室効果ガス排出量の正味ゼロの実現をめざす。
- **各国の責任:** すべての国が 2025 年 / 2030 年に向けて削減目標(約束)を 5 年ごとに見直し・公表(前期より進展した目標設定、次回の約束草案は 2020 年提出)、イノベーションを重視した対策の実施
- 日本提案の二国間クレジット制度(JCM)も含めた市場メカニズムの活用
- 気候変動適応能力の拡充、各国の適応計画の実施、適応報告書の提出
- 気候変動の影響で「損失と被害」が発生した国々に対する国際的な救済の仕組みの構築
- 先進国が資金支援の提供を継続するだけでなく、途上国も自主的な資金の提供
- 5 年ごとに世界全体の進捗状況を確認する仕組み(グローバル・ストックテイク)の構築
- 協定の発効要件は 55 カ国以上の批准・受諾および全排出量の 55%以上の占有(※)

(※)最大 CO<sub>2</sub>排出国の中国と米国が早期批准したことから、2016 年 10 月 5 日に要件を満たし、同 11 月 4 日に発効予定。

このような内容をもつ「パリ協定」には課題も指摘されているが、その意義をあげると、次の三点となる。

- ▶ 文明史的な大転換点であり、すべての国による世界的な気候変動対策の再出発点
- ▶ 2050年を視野に入れた超長期目標による脱炭素経済の実現に向けた世界的な戦略的合意
- ▶ 国際的なCO2排出量削減のPDCAサイクルの確立（各国の削減計画の着実な実施 ⇒国際的な報告・レビュー ⇒全体進捗の評価 ⇒目標の見直し）

### ③ FSB（金融安定理事会）が設置した「TCFD」

2015年4月のG20財務大臣・中央銀行総裁会議声明は、付属文書でFSB（金融安定理事会）に対して「気候変動問題に対する金融セクターの配慮のあり方」に関するレビューを依頼した。これを受けてFSBでは気候変動と金融安定に関する検討が開始された。

同年9月にFSB議長（イングランド銀行総裁）がロイズ保険組合での講演で、化石燃料に関連する資産が座礁する可能性（筆者注：詳細は後述する）に言及するとともに、「気候変動が金融安定に対し明確な課題であると分かった時には、手遅れになる可能性がある」と述べている。また、同年10月のG20への議長レターでは、気候変動は「金融安定に影響を及ぼし得る新たなリスクの1つ」として取り上げられた。因みに、気候変動リスクは「物理リスク」「賠償責任リスク」「経済移行リスク」の3つに分類されている。

さらに同年12月のCOP21において、元ニューヨーク市長のブルームバーグ氏を座長とする「気候関連財務ディスクロージャー・タスクフォース」（Task Force on Climate-related Financial Disclosure：略称TCFD）の設置が発表された。既に開示基準に関する中間資料も提出されているが、2016年中に検討成果を取りまとめる予定となっている。これにより金融安定と気候変動（リスク）の関係についての議論が世界的に高まることが予想される。

### ④ サプライチェーンを対象とする「現代奴隷法」

2015年3月、英国で「現代奴隷法」が成立した。この法律は、企業に対して自社事業とサプライチェーン上の奴隷制を特定し、それを根絶する手順の報告を求めるものである。多くの企業は、奴隷制度は過去の歴史の話と思うかもしれない。しかし、英国では強制労働をはじめ人身売買や性的搾取などが現代型の奴隷制度として認識されていて、“人間の安全保障”とも言われる世界で初めて制定された法律である。なお、同法による現代奴隷の定義は、①奴隷・隷属・強制労働、②人身売買、③搾取（性的搾取、臓器提供の強制など）の3つである。

この現代奴隷法は、グローバル・サプライチェーンにおける人権侵害の有無やリスクを企業に確認させ、根絶することを目的とする。対象企業に対して、「奴隷と人身売買に関する声明」を毎年1回発行（ウェブ公開）することを求める。英国で事業する企業のなかで、世界での売上高が3,600万ポンド（約45億円）を超える企業が対象となり、英国内外の約12,000社が相当すると言われ、この中には英国法人を持つ多くの日本企業が含まれている。

なお、企業が奴隷と人身売買に関する内容を確認するステップを踏んでいない場合、その旨を声明に書かなければならない。さらに企業が法令を順守しなかった場合には、無制限の罰金が科せられるとしている。

現代奴隷法の要件に該当する企業は、声明に以下の内容を含むことが求められる。

- 構造: 組織の構造と事業内容およびサプライチェーンの特徴
- 方針: 奴隷と人身売買に関連する方針(既存の関連する方針も活用)
- デュー・ディリジェンス: 自社事業とサプライチェーンにおける人権デュー・ディリジェンス
- リスク評価・管理: 事業とサプライチェーンにおける奴隷と人身売買のリスクの有無、リスクに対する評価・管理のステップ
- パフォーマンス指標: 奴隷と人身売買が事業とサプライチェーンで起きていないことを確認する方法と有効性、その方法のパフォーマンス評価指標KPIによる測定(モニタリング)
- 研修: 奴隷と人身売買に関する従業員研修

## ⑤ ローマ教皇が地球保全を呼びかけた「ラウダート・シ」

2015年6月、教皇フランシスコの初めてとなる「ラウダート・シ」が発表された。日本ではあまり話題にならなかったが、ローマ教皇から世界のカソリック教徒に向けた手紙であり、回勅と訳される。「わたしたちの後に続く人々、また今成長しつつある子供たちのために、わたしたちは一体どのような世界を残していきたいのでしょうか」と問いかけた。つまり、教皇は、地球をともに暮らす私たちの家であるとして、地球環境を現在生きる私たちのためだけでなく、子孫のためにも守っていくよう呼びかけたのである。

カトリック中央協議会のウェブによれば、回勅は序章から第六章までの構成となっていて、次のように説明されている。すなわち、大気、海洋、河川、土壌汚染、生物多様性の喪失、森林破壊、気候変動、砂漠化、山積された廃棄物など、人間活動が他者と全被造物とに与える影響に関する、連帯と正義の観点からの考察である。さらに、しわ寄せを被る途上国と将来世代に対し、担うべき責任とは何かを問うている。

この回勅とは別に、2015年10月、バチカンにおける記者会見で各大陸司教協議会連盟の連名でCOP21の参加国に向けたアピール文書が発表された。そこでは、公正で法的拘束力があり、真に変化をもたらす条約の採択に向けて尽力することを強く要望している。それは、貧しく弱い立場にある市民に対する社会的不正義を気候変動と関連づけて考えられている。なお、10カ条の具体的な政策提案も含まれる。

## ⑥ 受託者責任の解釈を変えた「エリサ法」

1974年に米国で企業年金制度などの設計や運営を統一的に規定する「従業員退職所得保障法」が制定され、その頭文字をとってERISA（エリサ）法と呼ばれる。所管は労働省である。企業年金に関しては、従業員の受給権保護を最大の目的とし、①加入員に対する情報開示、②加入資格や受給権付与の基準、③年金資産の最低積立基準の設定、④管理・運営者の受託者責任などが規定されている。

エリサ法では年金資産の管理・運用においてプルードント・マン・ルール（思慮深い者の原則）が適用されるが、「専門家としての職責にある人であれば、通常用いるであろう注意を払うこと」を意味する。つまり、受益者の利益最大化をめざして運用パフォーマンスの最大化を図ることが運用者の義務である。それゆえ、従来は財務要素だけに集中し、非財務要素(今で言う ESG 要素)は考慮する必要

はないと一般に考えられてきた。しかし、この受託者責任(Fiduciary Duty)については、投資のプロや研究者の間でも長いこと論争が続いていた。

2015年10月、労働省はETIs (Economically Targeted Investments : 経済的目的投資) およびESG要素を考慮した投資戦略に関する新たな解釈公報 (IB2015-1) を公表した。これは、エリサ法におけるETIs・ESG投資戦略と受託者責任に関する労働省の新しい見解をまとめたものである。因みに、ETIsとは、受益者の利益最大化と同時に社会・経済への利益創出(すなわちサステナビリティ)をめざす投資のことを指す。

この新解釈において、今後 ESG 要素は投資においては、経済的・財務的価値と直接的な関係性をもつ可能性があるため、ESG 要素は運用の際に適切に考慮すべきであると明言したのである。また運用受託者は期待リターンの低い投資やリスクの高い手法を取るべきではないとしつつ、受益者の利益を損なわない限り ESG 要素を考慮に入れて良いとした。さらに慎重な検討によって ESG 投資が純粋に投資リターンの観点から正当化されうるという結論に達した場合には、運用益の最大化と経済・社会の便益最大化を天秤にかける必要はないとの解釈も示している。

## 2 | 2015 年の日本の動き

次に、世界の動きと同じ視点から 2015 年の日本における二つの動きの概要と意義を述べる。一つは、GPIF の「国連責任投資原則(UNPRI)」への署名である。もう一つは、トヨタ自動車の“脱エンジン宣言”であり、“生き残り戦略”たる「トヨタ環境ビジョン 2050」である。いずれも日本の機関投資家と企業に与えた影響は大きい。

### ① GPIF の「国連責任投資原則」への署名

2015年9月、日本の資産運用業界に大きな影響を与える出来事が起きた。運用資金 140 兆円をもつ年金積立金管理運用独立行政法人 (GPIF) による国連責任投資原則 (UNPRI) への署名である。これにより日本の運用業界の地殻変動が始まる、と考える人も少なからずいたようだ。

UNPRI とは 2006 年に国連主導で発足した ESG 投資の世界的なプラットフォームであり、2016 年 9 月末現在で 1,588 機関が署名している。署名するのは、GPIF など年金基金などの資産所有者 (317 機関)、その運用を手掛ける運用機関 (1,031 機関) とサービス提供機関 (210 機関) で、署名機関は、投資プロセスにおいて従来の財務情報に加えて、環境 (E)、社会 (S)、コーポレート・ガバナンス (G) を考慮することなどが求められる。

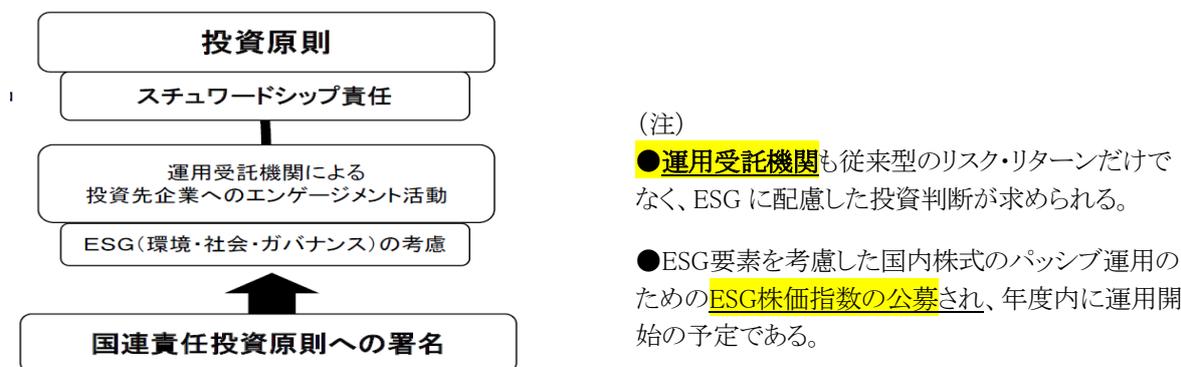
かつての SRI (社会的責任投資) とは異なり、ESG 投資はむしろ長期的視点から投資パフォーマンスを上げる手段として ESG 要素を考慮するものである。逆に ESG に配慮しない投資先企業に対しては、投資撤収 (Divestment) を行うこともある。GPIF も UNPRI 署名の理由として、「投資先企業における ESG (環境・社会・ガバナンス) を適切に考慮することは・・・『被保険者のために中長期的な投資リターンの拡大を図る』ための基礎となる『企業価値の向上や持続的成長』に資するものとする」としている。

この GPIF の UNPRI 署名は、運用受託機関に対する影響も大きい。GPIF から年金運用を受託する機関は、その趣旨に賛同するかどうか問われるため、正当かつ合理的な理由が無い限り、UNPRI に賛同し ESG 投資に取り組まざるを得ない。同様の動きは他の年金基金にも早晚広がることが予想され、

近い将来にはいずれの運用機関でも投資対象先の「ESG 調査」が基本的な活動の一つとなる可能性が高い。

GPIF の新たな投資原則の下で、運用機関が投資先企業における ESG 課題を考慮すること、すなわち ESG の観点から企業価値の毀損防止や持続的成長を促すことで、中長期的な投資リターンの拡大を図ることを明確にしている（図表 4）。

図表 4: GPIFの投資方針



(資料) GPIF「国連責任投資原則への署名について」2015年9月28日

## ② 生き残り戦略たる「トヨタ環境ビジョン 2050」

2015年12月、低炭素杯実行委員会（小宮山宏委員長）は、「低炭素杯 2016」の一環として『ベスト長期目標賞』の受賞企業 10 社を公表した（図表 5）。この賞は、超長期時間軸で CO<sub>2</sub> 排出削減目標を掲げ先進的に取り組む企業を表彰（公募ではなく、企業の公表情報を基に審査）するものである。審査には筆者もかかわったが、COP21 に合わせて 2050 年を見据えた長期的かつ志の高い CO<sub>2</sub> 排出量の戦略的削減目標を設定し、積極的に取り組む企業を表彰することになった。

図表 5: 低炭素杯 2016 の『ベスト長期目標賞』企業一覧

業種	企業名【環境ビジョン名称】	CO <sub>2</sub> 排出量の2050年削減目標（対象範囲）	基準年
自動車	トヨタ自動車 【トヨタ環境チャレンジ2050】	新車: CO <sub>2</sub> 排出量を90%削減 工場: CO <sub>2</sub> 排出量をゼロ ライフサイクル: CO <sub>2</sub> 排出量をゼロ(年を特定せず)	2010年 - -
	日産自動車 【サステナビリティ戦略】	新車: CO <sub>2</sub> 排出量を90%削減 企業活動: CO <sub>2</sub> 排出量を80%削減	2000年 2005年
	本田技研工業 【Triple Zero コンセプト】	CO <sub>2</sub> の企業総排出量を半減 化石燃料依存によるエネルギーリスクのゼロ化	2000年 -
電機	カシオ計算機 【カシオ環境ビジョン2050】	GHG排出総量を80%削減 (グループ全体)	2005年度
	コニカミノルタ 【エコビジョン2050】	CO <sub>2</sub> 排出量を80%削減 (製品ライフサイクル)	2005年度
	ソニー 【環境計画 Road to Zero】	CO <sub>2</sub> 排出量をゼロ (製品ライフサイクル)	-
飲食品	麒麟ホールディングス 【麒麟2050年長期環境ビジョン】	CO <sub>2</sub> 排出量を半減 (バリューチェーン全体)	1990年
	サントリーホールディングス 【サントリー環境ビジョン2050】	CO <sub>2</sub> 排出原単位を半減 (バリューチェーン全体)	2007年
建設	大林組 【Obayashi Green Vision 2050】	自社施設や施工でCO <sub>2</sub> 排出量を85%削減 技術開発や省エネ提案でCO <sub>2</sub> 排出量を45%削減	2013年 2013年
	大成建設 【TAISEI Green Target 2050】	建物運用のCO <sub>2</sub> 予測排出量を80%削減 施工段階のCO <sub>2</sub> 予測排出量を80%削減	1990年 1990年

(資料) 低炭素杯実行委員会ならびに各社公表資料を基に筆者作成

自動車業界における CO<sub>2</sub> 排出量削減の長期目標設定ではニッサンとホンダが先行したが、トヨタが 2015 年 10 月に、より包括的な“脱エンジン車戦略”あるいは“脱化石燃料車戦略”とも言える 2050 年を明確に視野に入れた「トヨタ環境ビジョン 2050」を公表した。新車の CO<sub>2</sub> 排出量の 9 割削減をめざすが、これは電気自動車（蓄電池搭載）や燃料電池自動車（水素タンク搭載）が主流となることを意味する。事業プロセスではグループ全体および製品ライフサイクルで CO<sub>2</sub> ゼロをめざす。

20 世紀はエンジン車の世紀であった。しかし、気候変動問題を契機に 21 世紀は脱エンジン車の世紀となるだろう。誰でも車が作れるという意味で「ビッグ 3 からスモール 100 へ」と言われるが、このことを踏まえて、経営トップが 2050 年の CO<sub>2</sub> 削減目標をコミットしたことになる。このような脱炭素戦略だけでなく、地下資源を使わずに廃車から新車をつくる完全循環型サイクルを目指し、また世界的に工業用水が不足するなかで水リサイクルの確立を急いでいる。

これは単に CO<sub>2</sub> 排出量削減の環境問題にとどまらず、事故を減らすための人工知能による自動運転車やカーシェアリングを含めて、むしろ自動車そのもののあり方、結果として自動車メーカーの生き残り戦略に直接かかわる問題と言ってよい。

### コラム 1:カーボン・プライシング(炭素価格制度) Carbon Pricing

気候変動対策を促す方策として再び期待されているのが、「カーボン・プライシング(炭素価格制度)」である。これは排出量取引や炭素税など、炭素排出に価格(結果としてコスト)を設定することで排出削減に対する経済的インセンティブを高め、気候変動対策を促進する仕組みのことである。カーボン・プライシングは、これまでのビジネスモデルから炭素排出を除外するための唯一の方法ではないものの、不可欠な方法と考えられる。

カーボン・プライシングの取組は世界各国で進んでいる。特に中国では排出量取引制度について複数のパイロット事業が進んでいるとのことである。これは、気候変動リスクの認識のためには「費用対効果」の概念の導入が必要だと理解されだしたことも背景にあらう。ただし、一部の国や地域だけで炭素価格が設定されると、競争が不公平になる可能性があるため、カーボン・プライシングは世界全体で適用されることが重要である。

世界銀行の調査によると、現在世界では約 40 カ国、20 以上の自治体が排出量取引や税制などの炭素価格制度を試験運用中か導入予定であるという。日本国内でも既に 150 社以上が「社内炭素価格」を導入しており、事業のリスク判定や投資判断に活用できる仕組みとして考えられるようになりつつあるようだ。

COP21 の「パリ協定」によって気候変動に対する世界全体の方向性が定まった現在、これから必要なことは、カーボン・プライシングをはじめとする目標達成に向けた具体的な制度設計である。

### コラム 2:モントリオール・カーボン・プレッジ Montreal Carbon Pledge

消費者が「同じ価格であれば、環境配慮型製品を購入しますか?」と質問されることがある。それでは、投資家が「同じ投資リターンであれば、CO<sub>2</sub> 排出量の少ない企業に投資しますか?」と聞かれたら、どう答えるだろうか。実は、この問いかけに対して「Yes」と答える海外の機関投資家が増えつつある。

UNPRI が機関投資家に運用する投資ポートフォリオの CO<sub>2</sub> 排出量を把握し公開する「モントリオール・カーボン・プレッジ」という取組を呼びかけている。現在、110 を超す機関が署名している。売上高が同水準の企業であれば、機関投資家がリターンを犠牲にしない範囲で、より CO<sub>2</sub> 排出量の少ない企業へ資金を移す。目的は“ポートフォリオの低炭素化”であるが、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である。

署名機関には世界的な大規模の公的年金基金や公務員退職年金基金が多いが、企業年金基金も署名している。日本の機関投資家では、セコム企業年金基金が最初に署名した。また、J-REIT の資産運用会社としては、日本リテールファンド投資法人から運用受託する三菱商事・ユービーエス・リアルティが署名している。

これらの背景には、地球温暖化や気候変動の深刻化や、その防止に向けた政策の強化、消費者の価値観の変化などで、企業経営上のリスクあるいは逆に商機が増大したことがある。結果として、機関投資家自身の資産に悪影響が及ぶ可能性が認識されたことも大きい要因であると言われている。

### コラム3: フィデューシャリー・デューティー Fiduciary Duty

フィデューシャリー・デューティーとは聞きなれない言葉であるが、「受託者責任」と訳される。英米では資産運用の受託者が委託者及び受益者に対する義務を表す概念である。日本では金融庁の2014年度「金融モニタリング基本方針」で初めて導入され、「他者の信託を得て、一定の任務を遂行すべき者が負っている幅広い様々な役割・責任の総称」と定義される。

資産運用契約では受託者の裁量が大きく、委託者の利益に与える影響も大きい。それゆえ、受託者が受け取る報酬の合理性と、受託者が自己を相手とする取引の正当性が求められる。金融モニタリング基本方針では「手数料や系列関係にとらわれることなく、顧客のニーズや利益に真に適う金融商品・サービスが提供されているか」が問われる。資産運用においても法令を超えた受託者の倫理規範が求められる。

「こんなことは当たり前だろう」という印象もある。しかし、背景には顧客利益第一とは必ずしも呼べない利益相反の実態があるのかも知れない。フィデューシャリー・デューティーは規制ではなく、自律的な忠実義務である。つまり金融機関の経営姿勢として、短期的な利益から中長期的な企業価値の追求を促すことになる。

このような状況のなかで、今年2月、みずほフィナンシャル・グループは日本の大手金融グループとしては初めて「フィデューシャリー・デューティーに関する取組方針」を公表した。資産運用業務の高度化に向けた歴史的な第一歩とも言われるが、これに促されるように他のメガバンクも同様の方針を策定・公表した。

### コラム4: グリーンボンド Green Bond

この数年、世界的に持続可能な環境のためのグリーンプロジェクトが企業や地方自治体などによって創設されている。そのためプロジェクトに必要な資金を調達するための債券である「グリーンボンド」の発行・投資の動きが活発化している。このグリーンボンドは、プロジェクトの実施主体が、直接金融の手法により、それを支援したい投資家から資金調達を行うものである。

現在のところ、日本ではグリーンボンドの発行・投資とも事例は限られている。しかし、気候変動防止をめざす「パリ協定」の早期発効などを背景に、グリーンプロジェクトへの需要の高まりが予想され、グリーンボンドは投資対象の一つとして有望と考えられる。具体的には再生可能エネルギー事業や省エネ・ゼロエネ型住宅・ビル等の環境不動産など、温室効果ガスの大幅な削減に資する様々な事業が考えられる。

グリーンボンドでは、機関投資家(年金基金のような資金提供者)が直接受け取る経済的リターンに加えて、社会全体に波及する間接的な効果(経済的リターンと社会的リターン)も期待される。それゆえ、グリーンプロジェクトがグリーンボンドなどの金融の仕組みにより効果的に組成・実行されることが重要である。

## 2—ESG投資は「統合思考」を求める

### 1 | SRI から ESG 投資への進化

近年、気候変動やサプライチェーンの人権・労働問題に対する関心が世界的に広がり、経営課題としてCSR活動に取り組む企業が増える中で、投資家サイドでも欧米を中心に投資判断において投資対象企業の環境的・社会的側面を考慮するESG投資(あるいはサステナブル投資)が広がっている。

GSIA<sup>1</sup> の報告書「2014 Global Sustainable Investment Review」によれば、世界全体の ESG 投資の資産規模は 2012 年の 13 兆ドル(約 1,200 兆円)から 2014 年には 21 兆ドル(約 2,200 兆円)に達し、2 年間で 6 割を超す増加となった。また、機関投資家や運用会社などプロによって運用される全金融資産に占める ESG 投資の割合は全地域で上昇し、全体では 21.5%から 30.2%に上昇した(図表 6)。

この ESG 投資は、これまで長らく SRI (Socially Responsible Investment : 社会的責任投資) と呼ばれてきた投資手法の進化型と言ってよいだろう。そこで、1920 年代の SRI の発生から現在の ESG 投資やインパクト投資に至る変遷を簡単に振り返ってみたい(図表 7)。

図表 6: 機関投資家などプロの運用資産に占める「ESG 投資」の割合(地域別)

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 %
豪州	12.5 %	<	16.6 %
アジア	0.6 %	<	0.8 %
全世界	21.5 %	<	30.2 %

(資料) GSIA「2014 Global Sustainable Investment Review」

図表 7: 初期の SRI から ESG 投資への歴史的変遷

1920年～ 初期の倫理投資	宗教的・倫理的動機による投資先選択
	教義上容認できない事業・企業を運用対象から除外
1960年～ 社会運動としての投資	人権・労働・環境などの社会運動との連携
	株主の立場から利益追求だけの企業行動の変革を要請
1990年～ 財務・非財務の両面評価	財務評価と非財務(ESG)評価との合体・融合
	財務情報と環境・CSR情報をそれぞれ評価し、合体して企業評価
2010年～ 投資の社会・環境的影響に配慮	投資活動自体の環境的・社会的な影響も重視
	投資リターンと同時に投資の環境・社会へのインパクトも配慮

(資料) 河口真理子「ESG 投資」大和総研調査季報 2014 年春季号 Vol.14 を基に筆者作成

## ① 1920 年代の初期の倫理投資

欧米の SRI には 100 年の歴史があるが、初期の SRI は宗教上の倫理的動機から始まったとされる。つまり、米国で 1920 年代にキリスト教のある宗派が教会への寄付金を運用する際に、教義上容認できないアルコール・たばこ・ギャンブルなどの業種(いわゆる ATG)を投資対象から外したのが SRI の端緒と言われる。宗教的倫理感に基づく運用ゆえ「Ethical Investment (倫理投資)」と称される。排除型手法の意味で「ネガティブ・スクリーニング」と呼ばれ、欧米では現在も採用されている。

米国で投資信託の投資銘柄選定において最初に社会的配慮を加えたのは、1929 年設定のパイオニ

<sup>1</sup> Global Sustainable Investment Alliance。米国、欧州、アジアなどの責任投資を推進する団体の協働組織。

ア・ファンドである。その後 SRI は少しずつ拡大したが、1990 年代後半からは大手機関投資家（カルパースのような年金基金など）が参入したことにより資産規模が急増した。英国においても、1920 年代から教会による ATG や武器に関連する企業への投資回避が始まっている。その後、投資基準に社会面が付加され、1984 年に始めて社会面に配慮した投資信託（倫理ファンド）が発売された。なお、英米国において環境面を含む SRI が広く普及したのは 1990 年代後半以降である。

## ② 1960 年代の社会運動としての SRI

1960 年代に入ると、米国では公民権運動や反アパルトヘイト運動、反戦運動などの社会運動が盛り上がり、その推進手段として「株主行動」が注目された。1969 年にはベトナム戦争で使用されたナパーム弾を製造した米国化学メーカーに対して、製造中止を求める株主提案が行われた。消費者運動で有名なラルフ・ネーダーが活躍したのもこの時期である。

企業の意思決定や事業活動に影響を与える株主行動はその後継承され、現在では「エンゲージメント」と呼ばれる。つまり、株主提案をするだけでなく、経営層と直接コミュニケーションを図ることで企業行動を変えるこの手法は、現在でも欧米の公的年金基金を中心に広く活用されている。

## ③ 1990 年代から財務・非財務の両面評価

1990 年代になると、企業評価に際して非財務要素（今でいう ESG 要素）が注目されるようになった。1996 年に ISO14001（環境マネジメントシステムの仕様規格）が発行されたことを契機に、企業の環境経営が急速に普及した。それまでは公害対策は余分なコストのかかる“必要悪”と一般に認識されていた。しかし、企業の環境経営は CO<sub>2</sub> や廃棄物、有害物質などの環境負荷の削減だけでなく、省エネや省資源による原材料のコスト削減、さらに操業生産性の向上にもつながることがわかってきた。現在では、省エネや環境配慮は製品・サービスの競争力の源泉である。

一方、投資家の立場からみると、経営者の環境経営へのコミットメントは長期的視点から経営戦略を判断する材料になってきた。2000 年頃からは環境問題だけでなく、食品の原産地偽装、食品の安全性問題、内部告発による不祥事発覚、あるいは途上国の下請工場での児童労働・強制労働など様々な CSR に関わる問題が、企業の事業継続やブランド価値に影響を及ぼすことが理解されるようになった。このような非財務情報（ESG 情報）を企業評価に積極的に組み込む手法は「ポジティブ・スクリーニング」と呼ばれるが、ESG 評価と財務評価をそれぞれ別に行ったうえで、両者を合体させて優れた銘柄を選ぶ手法である。この手法は日本の SRI ファンド（投資信託）でよく用いられた。

これに対して、2000 年代中葉から注目されだした手法が「インテグレーション」である。これは企業の ESG 問題への対応とその財務的な影響を統合して評価する方法で、欧州の年金基金などで採用されている。投資家が企業の ESG 要素を評価すれば、企業の CSR 戦略と実践を促進し、社会の持続可能性を高めることにつながると考えられるからである。

## ④ 2010 年代には投資自体の環境的・社会的影響にも配慮

2008 年のリーマン・ショックを経験した長期投資家は、投資家の社会的責任の観点から投資先企業の ESG 要素に着目するだけでなく、その投資自体が環境や社会に与える影響（インパクト）にも注目するようになった。これは「インパクト投資」と呼ばれ、世界銀行など公的金融機関が、その資金使途

を温暖化対策や途上国の貧困撲滅など特定の社会的課題の解決のために発行する債券(例えば、コラム4のグリーンボンド)の事例が多い。

株式投資では企業のESGの取組を評価しても、その投資資金が直接的に企業のCSR活動に使われることの保証はない。インパクト投資であれば、アフリカの子どもたちへのワクチン提供(ワクチン債)や水問題に取り組むプロジェクト支援(ウォーター・ボンド)、再生可能エネルギー発電(グリーンボンド)など、特定のプロジェクトに投資資金が使われる。それゆえ自分の投資を通じて社会的課題の解決に貢献したいと考える投資家や社会貢献型財団などから支持されるようになってきた。

## 2 | 機関投資家の変化

上述のような変遷を経て機関投資家の考え方や行動は変わってきたが、最近の特記すべき変化として「座礁資産とダイベストメント」「BIS規制と気候変動リスク」そして「短期主義からの脱却」を取り上げる。

### ① 座礁資産とダイベストメント(投資撤回)

#### 【2°Cターゲットと450シナリオ、カーボン・バジェット】

COP21におけるパリ協定の基本目標である「気温上昇を2°C未満に抑制する」を実現するためには、どこまで温室効果ガス(GHG)を削減する必要があるのだろうか。IEA(国際エネルギー機関)は、2°C抑制のためには大気中のGHG濃度を450ppm<sup>2</sup>に抑える必要があるとして、エネルギー利用などの経路を「450シナリオ」として策定している。

このシナリオに従えば、人類が排出することができるCO<sub>2</sub>量は累積約3,000Gtと計算され、2015年までに既に2,002Gtが排出されている。つまり、気温上昇を2°Cに抑えるためには、残り998Gtしか排出できないことになる。これは排出上限を意味し、「カーボン・バジェット」と呼ばれる。

#### 【燃やせない炭素:座礁資産】

このカーボン・バジェットを前提にすると、これまでの延長線上の取組(BAU)だけでは達成不可能と見込まれる。2005年に発効した京都議定書の取組ではCO<sub>2</sub>濃度の上昇を反転させることはできなかったからである。IEAによれば、2°C抑制のためには、世界のエネルギー起源のCO<sub>2</sub>排出量を2009年比で2050年に半分以上削減することが必要とされ、先進国は8割削減といわれている。つまり、現在のGHG排出の多くを占める化石燃料(石炭、石油、天然ガス)を大幅に減らすことが必然となる。そこに「座礁資産」(Stranded Assets)という概念が登場した。

座礁資産とは、一般論としては市場や社会の環境が激変することにより、その価値が大きく毀損する資産のことを言う。最近世界的に注目されているのが、規制強化により市場や技術が変化することで投下資本が回収できない、すなわち「座礁」してしまう化石燃料資産である。現在のところ、化石燃料は重要なエネルギー源であり価値のある資産だが、気候変動リスクの高まりで大幅なCO<sub>2</sub>排出量削減が必要になればエネルギー源として利用することができず、資産価値が大きく下がると考えられる。資産価値が減少すると、それを保有する企業は減損処理をしなければならず、財務体質が大きく劣化

<sup>2</sup> 産業革命以前のGHG濃度は280ppmと言われるが、現在、既に400ppmを越えている。

する。それゆえ、座礁資産の概念の広がりとともに「脱化石燃料投資」への関心を高める機関投資家が増えている。これが次項で述べる「ダイベストメント」(投資撤回)につながる。

なお、座礁資産は国際環境NGOのCarbon Tracker Initiativeが2011年に発表した報告書「Unburnable Carbon(燃やせない炭素)」で初めて提唱された概念である。この報告書では、2°C抑制の達成ためには排出できるCO<sub>2</sub>の量にはおのずと限度があり、地中埋蔵のまま使用できない化石燃料の価値を試算した。その後、2012年に設立された英国オックスフォード大学のスミス企業環境大学院の研究によって普及していったが、エネルギー分野以外でも農業や武器産業の分野などにも座礁資産化する資産があるとされている。最近では、金融機関を含む様々な主体が座礁資産の試算や提言を行っている。

### 【ダイベストメント:炭素依存度の高い資産からの投資回避】

脱化石燃料投資、すなわち炭素依存度の高い業種や企業への投資を回避する(投資しない、投資を撤回する)動きが欧米で活発化しつつある。その手法にはエンゲージメントとダイベストメントがある。前者は株式保有に付随する権利を行使して、投資先企業の経営に影響を及ぼすことである。後者はある判断基準に基づき、投資対象から特定の業種や企業の株式などを除外することである。

当面の対象は石炭採掘や石炭火力発電などの石炭関連産業であると考えられるが、欧米の年金基金や研究機関などは日本の大手金融機関や電力会社の炭素依存度を把握しているようである。ここで議論になるのが、機関投資家などの動きが本当に脱化石燃料への転換を促すことになるのかという点であるが、既にダイベストメントを宣言した機関投資家<sup>3</sup>も少なくない。以下、その事例を挙げる。

#### ▶ ノルウェー政府年金基金(世界最大級の年金基金)

- 石炭採掘、セメント製造、石炭火力発電に関連する企業にダイベストメントを実施
- 石炭関連が売上高の30%以上を占める鉱業に対し、ダイベストメントないし新規投資の凍結

#### ▶ カリフォルニア州職員退職年金基金(カルパース：世界最大級の年金基金)

- 石炭採掘が売上高の50%以上を占める鉱業に対しダイベストメント

#### ▶ AXA(フランスの大手生保)

- 石炭採掘が売上高の50%以上を占める鉱業と石炭火力発電が50%以上を占める電力事業者

#### ▶ アリアンツ(ドイツの大手生保)

- 気候変動対応を事業ポートフォリオ全体に統合
- 石炭採掘が売上高の30%以上を占める鉱業と石炭火力発電が30%以上を占める電力事業者

## ② 銀行の BIS 規制と気候変動リスク

金融安定と気候変動に関して、英国のケンブリッジ大学サステナビリティ・リーダーシップ研究所(CISL)と国連環境計画・金融イニシアチブ(UNEP FI)は共同で、国際的に業務展開する銀行の自己資本規制(いわゆる BIS 規制)について、2014年に「銀行規制改革における安定性と持続可能性：環境リスクはパーゼルⅢで見落とされているか?」と題する報告書を公表した。

そこでは、2005年に米国で発生した巨大ハリケーン・カトリーナによる甚大な貸付損失をあげて、気候変動リスクと銀行業の安定化の間には直接・間接なつながりがあり、今後その傾向は深刻化・複

<sup>3</sup> 銀行業界でも石炭産業への融資減少、低炭素業種への融資増加などの貸出ポートフォリオを見直し脱化石燃料を模索する動きがある。例えば、米国のシティグループ、バンクオブアメリカ、英国のHSBC、スイスのUSBなどの事例がある。

雑化すると予想している。そのうえで、銀行規制改革においてシステミックな環境リスクは銀行監督上の盲点となっていると指摘し、銀行融資先の気候変動リスクに応じた自己資本の積み増しの必要性を示唆している。

### ③ 短期主義からの脱却:機関投資家の迷い?

機関投資家が企業に短期的に投資する際には、四半期決算などの“過去の結果”を重視する。しかし、スチュワードシップ責任を果たすためには長期投資が求められ、対象企業を分析・予想する期間が長期化すると、足元の財務情報の分析だけでは判断がつかず、中長期の業績予想を行うためには非財務情報(ESG 情報)をも勘案することが不可欠となる。つまり、タイムホライズンの長期化によって、企業価値の分析・予想あるいは将来的な経営リスクやビジネスチャンスの判断において非財務情報のウエイトが高まることを意味する。

これは機関投資家に短期主義から長期主義への脱却という投資哲学の変革を迫るものであり、また機関投資家に ESG 投資の実践の可否を問うことでもある。2006 年の国連責任投資原則の制定と 2015 年のエリサ法の新解釈によって受託者責任の考え方は大きく変わり、特に昨年の GPIF の方針転換もあって、日本の多くの機関投資家や運用受託機関はその投資方針を見直しつつある。

企業が投資家に開示する IR 情報は、言うまでもなく財務情報と非財務情報から構成される。前者は会計情報などの定量的情報が中心である。これに対して、後者は必ずしも定量的な数値では表現されないが、将来の業績予想や経営戦略の適否判断に資する情報である。また、これからの企業価値の創造プロセスや事業リスク・チャンスなどを“論理的 “にストーリー性をもって投資家に伝える際に活用する情報群でもある。長期投資家が必要とする非財務情報には、以下のような項目が考えられる。

#### ▶ 経営理念(企業としてめざすもの)

- 時代変化をどう見るか? そのなかで自社のありたい姿は何か?
- それをいかにして実現するか?
- いかにして中長期的な企業価値を向上させるか? など

#### ▶ ビジネスモデル(企業価値創造の方策)

- 自社の強みや優位性は何か?
- 企業価値創造の仕組みはどのようなものか?
- メガトレンドが経営戦略に及ぼす影響とその対応方策は何か?

#### ▶ コーポレート・ガバナンス(企業価値創造の経営への統合)

- 的確な事業戦略はあるか?
- 実現するための執行能力はあるか? 経営資源の配分は適切か?
- 資本効率への意識は十分か?

なお、これらの項目はスチュワードシップ・コードが機関投資家に求める企業経営層との“建設的な対話”における必須事項でもあるが、後述する企業価値創造のための「統合思考」そのものであることに気付く。

### 3 | 「責任ある投資」と ESG 投資

世界の ESG 投資市場の拡大を牽引しているのは欧米の公的年金基金などの機関投資家であり、その根拠となっているのが国連責任投資原則（UNPRI ; Principles for Responsible Investment）である。その前文に投資家の社会に対する責任が明記されており、そこから「責任ある投資(RI)」という言葉が生まれた。ただし、最近では「ESG 投資」と呼ばれることも多い。

SRI から S を取って RI としているのは、倫理観の印象が強い従来型の SRI とは狙いが異なることを打ち出すためであろう。既に述べたように、企業評価にあたっては財務情報だけでは不十分であり、受託者責任には非財務（ESG）情報を考慮することは適切という考え方が根底にある。言い切ってしまうと、むしろ ESG に配慮しないことは受託者責任に反することになる。それゆえ、この新しい解釈が ESG 投資を加速化させているようだ。

このことから、本来あるべき長期投資の姿とは、財務情報と同じように ESG 情報を考慮することが当たり前になるとであり、現在まさに過渡期にあると考えることができる。参考として、図表 8 に日本版スチュワードシップ・コードと対する形で、国連責任投資原則（前文と 6 原則）を示す。

図表 8: 日本版スチュワードシップ・コードと国連責任投資原則の対比

<b>機関投資家の「あるべき姿」を求める</b> <b>日本版スチュワードシップ・コード</b>	<b>機関投資家が自ら ESG 課題に配慮する</b> <b>国連責任投資原則（UNPRI）</b>
<p>投資先企業の持続的成長を促し、顧客・受益者の中長期の投資リターンの拡大を図るため、<b>機関投資家は</b>、</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>① スチュワードシップ責任を果たすための明確な方針を公表すべき。</li> <li>② スチュワードシップ責任を果たす上で<b>管理すべき利益相反</b>について、明確な方針を公表すべき。</li> <li>③ 投資先企業の持続的成長に向けてスチュワードシップ責任を果たすため、<b>当該企業の状況を的確に把握</b>すべき。</li> <li>④ 投資先企業との「<b>目的を持った対話</b>」を通じて、投資先企業と認識の共有を図り、問題の改善に努めるべき。</li> <li>⑤ <b>明確な議決権行使方針</b>を持ち、形式的な判断基準だけでなく、投資先企業の持続的成長に資するよう工夫すべき。</li> <li>⑥ スチュワードシップ責任をどのように果たしているのかについて、<b>顧客・受益者に対して定期的に報告</b>を行うべき。</li> <li>⑦ 投資先企業やその事業環境への深い理解に基づき、対話やスチュワードシップ活動に伴う<b>判断を適切に行うための実力</b>を備えるべき。</li> </ol> <p style="text-align: right;">(2014 年金融庁公表)</p>	<p><b>私たち機関投資家には</b>、受益者のために長期的視点に立ち最大限の利益を追求する義務がある。この受託者の役割を果たす中で、<b>環境、社会およびガバナンス(ESG)課題への対応</b>が運用ポートフォリオのパフォーマンスに影響を及ぼすことが可能であると信ずる。</p> <p>これらの原則を適用することにより、私たち投資家が、より広範な<b>社会的課題を解決</b>できるであろうと認識する。<b>受託者責任に反しない範囲で</b>、私たちは以下の事項にコミットする。</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>(1) <b>投資分析と意志決定のプロセスに ESG 課題を組み込む。</b></li> <li>(2) 「モノ言う株主」となり、<b>資産運用の方針と実践に ESG 課題を組み込む。</b></li> <li>(3) <b>投資先に対して ESG 課題の適切な開示を求める。</b></li> <li>(4) <b>資産運用業界に本原則が受け入れられ、実行に移されるよう働きかける。</b></li> <li>(5) <b>本原則の効果を高めるために、共に行動する。</b></li> <li>(6) <b>本原則の実行や進捗の状況に関する情報を公開する。</b></li> </ol> <p style="text-align: right;">(2006 年国連公表)</p>

(資料)それぞれの原典から文意を変えない範囲で筆者作成(太字は筆者による)

### 4 | 投資家に役に立つ ESG 情報と統合思考

機関投資家が中長期的な企業の価値創造に向けて、企業との適切なエンゲージメントを図るに当たっては、企業は投資家にとって投資判断に有用な形で ESG 情報を開示することが不可欠である。投資家側からみれば、企業から様々な ESG パフォーマンスのローデータを詳細に開示されても、その意味

するもの(アウトカム)をほとんど理解できないだろう。

さらに、企業はKPIによる中長期のビジョンや経営戦略がどのようなメガトレンド予想の下で、自社のポジショニングをどのように考えているかを説明できることが不可欠である。もちろん、機関投資家も「実力」を醸成する努力は必要ではあることは言うまでもない。

### ① IIRC の求める統合思考

2013 年末に IIRC（国際統合報告評議会）が、ESG を含む企業戦略や企業価値のあり方を報告する枠組みである「国際統合報告フレームワーク」を公表した(図表 9)。これを契機に、世界的に“統合型”報告書を発行する企業が増え、日本でもこの数年で増加し、昨年 12 月末には 200 社を超えた。世界ではユニークで長期的な視点から企業価値創造を報告している企業も散見されるが、日本企業はなお模索中とはいえ、財務・非財務情報の単なる合体である“合冊報告書”も少なくない。

図表 9: IIRC による「統合報告」の基本的な考え方



(資料)IIRC「国際統合報告フレームワーク」から筆者作成

この統合報告の特徴は、簡単に言えば簡潔性、長期性、戦略性である。企業活動に伴う環境的側面や社会的側面の改善と報告を目的とした GRI ガイドラインには、ESG に関する数多くのパフォーマンス指標があり、ESG の専門家ではない読み手(投資家)には、それらが何を意味するのかよく分からない。そこで、統合報告書では企業価値創造につながる戦略・体制・実績と見通しについて簡潔に報告することが求められる。

具体的には長期的な社会的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と機会があるのか、それらに対してどのようなビジネスモデル、あるいはガバナンス体制で対応し、どのようにして中長期的な経済価値、さらにはそれらの課題解決を含む社会価値を創造していくのかを分かりやすく簡潔に開示するものである。そのために強調されるのが「統合思考」である。

つまり、統合報告書を読めば、投資家は CSR 経営やその結果の背後にある経営戦略的な意味を把握できるようになることが期待される。企業側としても、従来網羅的に行っていた CSR 報告を、企業価値創造の面から見直して優先順位を付けるための良い動機付けとなる。

## ② 丁寧に説明すべき統合思考の 8 項目

IIRC は統合報告書に記載すべき 8 つの「内容要素」を提示したが、筆者はこれを「社長が投資家に対して統合報告書で応えるべき 8 つの間」と読み替えている(図表 8 参照)。つまり、投資家がわかるようにそれぞれ丁寧に記述することが肝要である。以下に、順を追って説明する。

### 1) まずは、自社のミッションとビジョンの再確認

私たちは“みんなと暮らすマチ”を幸せにします。(ローソン)

### 2) 自社事業の外部環境の構造変化(メガトレンド)を予測

- 政治・経済の状況
- 人口増加・減少と少子高齢化(人口構造)
- 地球環境問題(気候変動、生物多様性)からの制約、自然災害
- 資源・エネルギー問題
- 人権への配慮
- 情報化社会・情報セキュリティ
- 市民生活(社会保障費の増大、都市基盤の劣化)など

### 3) 自社の強み・弱みの検証と発見(SWOT 分析など)

- メガトレンドのなかで、自社を客観的に見る

### 4) 自社のリスクとチャンスの特定(業種により異なる)

- リスク特定、リスク・シナリオ分析
- 社会的課題・顧客ニーズ分析と対応策

### 5) 中長期経営戦略の策定と資源配分の計画

- ミッションとビジョンに対応する戦略目標の策定
- 戦略目標の達成に向けた経営資源配置の計画

### 6) ビジネスモデルの構築

- 戦略目標を実現するのがビジネスモデルであり、長期的価値を高めていくプロセスそのもの

### 7) ガバナンスの構築

- 戦略目標達成のための経営者の能力醸成かつ監督
- 最終的にはESG・CSRを含めて経営の意思決定

### 8)実績と将来展望

- 戦略遂行上の課題・不確実性の特定とその影響

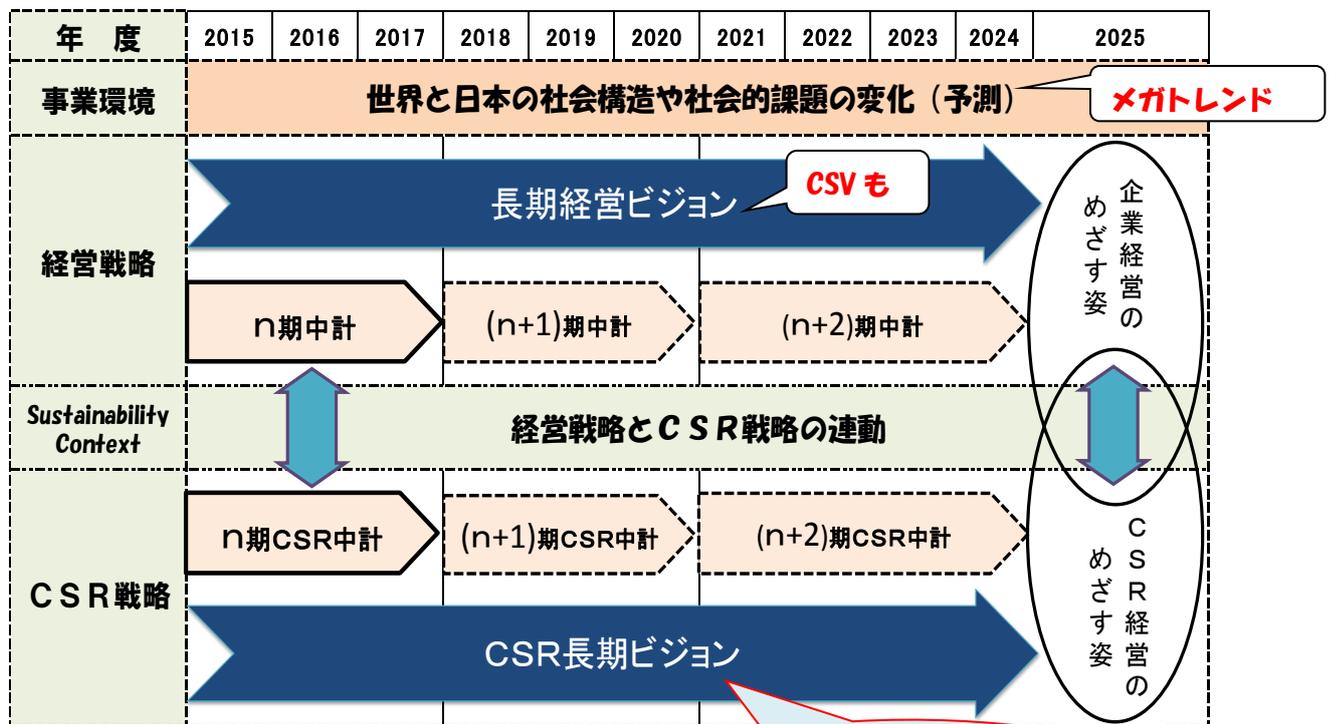
## ③ 逆算経営の連立方程式 (メガトレンド-ビジネス戦略-CSR 戦略の三位一体)

### 【Sustainability Context (持続可能性の文脈) 原則】

統合思考に基づく中長期戦略を策定するには、例えば10年後の“CSR経営のめざす姿”を考える必要がある。つまり、「2025年CSR長期ビジョン」を設定するのである。ただし、予測される2025年時点のメガトレンド、すなわち世界と日本の社会経済構造や社会的課題を踏まえて、「CSR長期ビジョン」は本業の「長期経営ビジョン」と連動したものでなければならない。

なぜならば、時代潮流の大きな変化の中で、企業が経済・環境・社会の将来動向にどうかかわろうとしているのかが問われているからである。これは今後予想される地球・地域レベルでの制約の中で、サステナビリティというコンセプトと関連付けて自社の戦略を考えることでもある。このメガトレンドを踏まえた経営戦略とCSR戦略との三位一体がGRI・G4にある『持続可能性の文脈(Sustainability Context)原則』に他ならず、それぞれの実行計画である「中期経営計画」(中計)と「CSR中期計画」(CSR中計)も連動することになる(図表10)。

図表 10:10年後を目標とする経営戦略とCSR戦略の連動(例示)



(資料)筆者作成

**バック・キャスト手法**  
中計は長期目標の実行計画

### 【メガトレンドを予測する】

最近になって経営戦略として10年を超える「長期経営ビジョン」を策定・公表する企業が増えてき

た。事業環境が不透明で変化の激しい時代だからこそ、企業が自らの存在意義を問い直し(自社の再定義)、めざすべき将来像を描いて、そこに到達するための経路を投資家を含むステークホルダーに示すことが重要である。そのためには、自社の事業特性を踏まえて事業環境としてのメガトレンドの予測が不可欠となる。製造業であれば、例えば、以下のようなことが考えられる。

▶ 資源エネルギー問題

- 先進国での需要漸減、新興国での需要急増
- 貧困地域の生命維持に必要な資源の確保と供給

▶ 地球環境への配慮

- 地球温暖化の防止と生物多様性の維持
- 持続可能な資源有効活用
- 水ストレスの解消

▶ 自然災害

- 気候変動リスクと適応
- 大規模な自然災害に対応した事業継続

▶ 人口増加と高齢化

- 先進国の少子高齢化、新興国の人口増加
- 医療・健康・教育の充実、社会福祉制度の充実

▶ 人権への配慮

- サプライチェーンにおける人権・労働環境の改善
- 紛争地域における人権尊重の促進

▶ 情報化社会

- 大容量データへの対応、情報セキュリティの確保
- デジタルデバイドの防止

“CSR 経営のめざす姿” すなわち「CSR 長期ビジョン」の設定に際しても、長期的な視点に立った社会的課題を前提とすべきであるが、具体的に「CSR 長期ビジョン」とはどのようなものか。基本的には「本業を通じて地球規模で環境と社会の持続可能な発展へ貢献する」となるだろうが、これでは抽象的すぎる。企業の業種特性や海外戦略あるいは CSR 活動の現状によって異なるが、自社の持続的成長をめざす経営戦略と連動させつつ考える必要がある。CSV についても検討する必要があるが、これはビジネスとして「長期経営ビジョン」で検討すべきことである。

## おわりに:「2050 年の世界」はどのようなものか?

今後の長期的な世界のメガトレンドを知るためには、世界の識者は 2050 年までをどのように予想しているかを理解しておくことは効果的である。そこで筆者は、以下のような著作を熟読中であり、読破した暁には全体像を整理・分析し、改めてレポートしたいと考えている。

「シフト 2035年、米国最高情報機関の予測」M・バロウズ著2015年  
「2052 今後40年のグローバル予測」ヨルゲン・ランダース著2013年  
「2030年 世界はこう変わる」米国国家情報会議著2013年  
「2050年の世界」ローレンス・スミス著2013年  
「日本企業は何で食っていくのか」伊丹敬之著2013年  
「ウェザー・オブ・ザ・フューチャー 気候変動は世界をどう変えるか」ハイディ カレン著2011年  
「プランB エコ・エコノミーをめざして」レスター・ブラウン2004年著  
.....

(完)