



# 日本サステナブル投資白書

Japan Sustainable Investment Forum

**2020**

# JSIFが定める サステナブル投資の基準

投資分析や投資ポートフォリオの決定プロセスに、  
環境、社会、ガバナンス (ESG) などの課題を勘案し、  
投資対象の持続性を考慮する投資

## 日本サステナブル投資白書2020

令和3年(2021年)3月31日発行

発行人 NPO法人 日本サステナブル投資フォーラム (JSIF)  
発行所 NPO法人 日本サステナブル投資フォーラム (JSIF) 事務局

〒108-0071 東京都港区白金台3-19-6 白金台ビル5階

TEL: 070-6977-2354

E-mail: info@japansif.com

URL: <https://japansif.com/>

### 免責事項

本白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

本白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事務局への事前の了承が必要なものとする。

## JSIF法人プレミアム会員

株式会社クレアン  
KPMG あずさサステナビリティ株式会社  
三井住友トラスト・アセットマネジメント株式会社  
株式会社インテグレックス  
ニッセイアセットマネジメント株式会社  
EY新日本有限責任監査法人  
Arabesque Asset Management Ltd.  
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  
アセットマネジメントOne株式会社  
SOMPOリスクマネジメント株式会社  
アクサ・インベストメント・マネージャーズ株式会社  
CSRデザイン環境投資顧問株式会社  
GPSS ホールディングス株式会社

\*無断転載・複製はお断りいたします。

Copyright ©2021 by JAPAN SUSTAINABLE INVESTMENT FORUM

# 目次

---

<b>第1部</b>	1. サステナブル投資残高調査 2020 .....	3
	2. 個人向け金融商品におけるサステナブル投資 .....	15
	3. ESG投資の定義について .....	16
<b>第2部</b>	1. インパクトファイナンス .....	21
	2. COVID-19が投資家に与えた影響 .....	23
	三井住友トラスト・アセットマネジメント株式会社 .....	23
	ニッセイアセットマネジメント株式会社 .....	24
	アセットマネジメントOne株式会社 .....	26
	アクサ・インベストメント・マネージャーズ株式会社 .....	28
	3. エンゲージメントとスチュワードシップ .....	30
	4. サステナブル不動産投資の動向 .....	37
	執筆者略歴 .....	39

## 第1部

---

1. サステナブル投資残高調査 2020
2. 個人向け金融商品におけるサステナブル投資
3. ESG投資の定義について

# ① サステナブル投資残高調査 2020

## サステナブル投資残高アンケート調査の結果を受けて

### わが国のサステナブル投資残高は310兆円に

日本サステナブル投資フォーラム (JSIF) による2020年のサステナブル投資残高アンケート調査の結果は、310兆392億7,500万円と2019年と比較して26兆円減少となった。総運用資産に占めるサステナブル投資の割合も4.3ポイント減少し、51.6%になっている。集計対象機関数は47と2019年の43から増加している。

運用手法別に見ると状況は異なる。ESGインテグレーションは204.9兆円と前年比で27.4兆円増 (+15.4%)、ポジティブ・スクリーニングは14.6兆円で2.9兆円増 (+25.3%)、サステナビリティ・テーマ型投資とインパクト投資の合計は8.1兆円で4.6兆円増 (+135.3%) となっている。

この1年は機関投資家によるサステナブル投資への対応が実務的にも深掘りされて、エンゲージメントやSDGsへの取り組みが進んだ。企業の情報開示もかなり進んだと感じる。また、個人向け金融商品におけるサステナブル投資の伸びが顕著になった1年でもあった。

今回の日本サステナブル投資白書は、最近のインパクトファイナンス動向、COVID-19が投資家や議決権行使に与えた影響、サステナブル不動産投資の動向など、興味深いテーマを中心にカバーした。JSIF会員の運用会社からは、COVID-19が投資家に与えた影響についてご寄稿いただいた。また、ESG投資という用語の定義について解説した。

### 残高が減少した要因

サステナブル投資の残高が減少した要因は、資産クラスごとに見ると明らかだ。日本株が97.8兆円と前年比で30.0兆円減少、外国株が50.1兆円で31.3兆円の減少と減少幅が大きい。運用総額に占めるサステナブル投資の割合も、2020年は51.6%と2019年の55.9%から減少した。

運用手法別では議決権行使とエンゲージメントがそれぞれ19.8兆円減、31.4兆円減となっているので、今回の集計ではCOVID-19拡大の影響で東京や世界の主要株式市場が2020年2月後半から3月末にかけて下落した影響が大きいと考えられる。その後、株式市場は年末にかけて高値を付けるまでに回復したが、アンケートに回答した機関投資家の多くが3月末の決算期に残高集計を行っており、市場全体の3月の下落が大きく

影響したと考えられる。3月末の株式市場は、前年比でTOPIXが-11.8%、S&P500は-8.8%、EURO STOXX 50 Indexは-16.9%であった。東証一部株式市場の3月末時価総額は前年比で-11.3%であった。

その一方で、運用手法別に見ると、株式下落が影響したと考えられる議決権行使とエンゲージメントを除き、軒並みプラスとなっている。特にESGインテグレーションは27.4兆円増で前年比+15.4%となった。ポジティブ (ベスト・イン・クラス) スクリーニングも+25.3%、サステナビリティ・テーマ型投資は+131.3%、ネガティブ・スクリーニングは+2.3%、国際規範に基づくスクリーニングも+10.7%の結果となっている。

### サステナブル投資が実質的に拡大した原動力

COVID-19の各国経済への影響で一時は大きく下落した株式市場も、世界的に大規模な金融緩和策が講じられて、その後株高となり年末に新高値を付ける展開となった。あくまで仮定の話だが、2020年3月末のTOPIXが2019年3月末と同水準であったと仮定すると、ESGインテグレーションは+28.1%伸びたことになり、実質ではまだ拡大が続いている。

昨年2019年の調査では、資産クラス別で債券が前年比+406%と大きく伸び、金額は限られるもののPEが+514%となったのが目立った。2020年はこれほど大きな伸びはないが、資産クラスでは引き続き債券が+23.2%、不動産も昨年の+46%に続き+20.5%となった。また投資手法では、ESGインテグレーションが+15.4%、ポジティブ (ベスト・イン・クラス) スクリーニングが+25.3%、またサステナビリティ・テーマ型投資は+131.3%の増加となった。

ここ数年は株式以外の多資産にサステナブル投資が広がる動きが目立った。2020年はこうした広がりが浸透して、サステナビリティ・テーマ型投資を除くと2019年と比べて伸び率は落ち着いてきたようだ。

今回のアンケート送付にあたっては、質問の一部を以下のようにならせた。機関投資家が取り組みの深掘りをするようになったと思われるためだ。

1. これまでは、サステナビリティ・テーマ型投資とインパクト投資は日本ではかなり少なかったため、合わせて一つの項目として質問していたが、2020年7月に環境省より「インパクトファイナンスの基本的考え方」が公表され、インパクト投資の定義が明確になったこともあり、今回の質問からインパクト投資を別項目とした。
2. サステナビリティ・テーマ型投資については、「株式投資」「債券投資」「その他資産」の3つに分けて質問した。株式投資の伸びが+205.0%と大きいのが、債券投資も+3.6%の結果であった。
3. 債券投資では種類別の残高を新設したが、国際機関債が6,378億円、社債が2,433億円、地方債が683億円、国債182億円であった。
4. 2020年調査では前年比横ばいとなったが、2019年調査で急増したネガティブ・スクリーニングについては、増加した理由について質問を今回追加し、以下の回答を得た。
  - 責任投資ポリシーを明確化したため
  - ネガティブ・スクリーニングを行う新たなファンドを設定したため
  - 債券のネガティブ・スクリーニングを開始したため
5. 国際規範に基づくスクリーニングについては、どのような規範に準拠した運用であるか質問している。言及された条約はオタワ条約(1997年)、オスロ条約(2008年)。そのほか、国連グローバル・コンパクトやOECDガイドライン、国連安全保障理事会による貿易制限等が挙げられた。
6. エンゲージメントについては、ESG別の具体的なテーマ例について尋ねている。
7. なお、質問は変更していないが、回答機関が署名・参加しているイニシアチブは、TCFD気候関連財務情報開示タスクフォースが27(前年比+17)となった。そのほかにも、ジャパン・スチュワードシップ・イニシアチブ(7機関)、30% Club Investor Group(4機関)、Climate Action 100+(3機関)、

Asian Corporate Governance Association(3機関)、Japan Climate Initiative(3機関)との回答を得た。

## 今後の課題

ここ1、2年で、投資だけでなく融資を含むより広い範囲の金融にサステナブルな観点を取り入れる考え方が国内でも広まってきた。これと関連して、JSIFでも以下のような多くの取り組み課題があると考えている。

### 1) ESG投資についての理解の整理

間接金融の役割が大きい日本で、サステナブルファイナンスやインパクトファイナンスが広まってきたことは大変注目すべきだが、気になっているのが、「ESG投資」という用語の使い方が多少混乱気味と感ずることだ。重要な点なので、ESG投資の定義について当白書で章を設けて整理した。

### 2) EUのタクソノミー・スクリーニング基準とわが国の対応

欧州委員会のサステナブル金融に関するテクニカル専門家グループ(Technical Expert Group on Sustainable Finance: TEG)は、これまで(1)タクソノミー、(2)EUグリーンボンド基準、(3)低炭素ベンチマーク、(4)非財務情報開示ガイドラインの4つの分科会で検討を行い、2019年6月に「TAXONOMY Technical Report」を公表した。今後は、2019年10月に発足された、持続可能な金融に関するプラットフォーム(International Platform on Sustainable Finance)で議論を進め、タクソノミーの技術的スクリーニング基準の開発や政策開発などについて、EUに助言を行うことになる。こうしたガイドラインについて今後理解し、わが国の取り組みに活かしていく必要がある。

### 3) EUにおける金融商品のエコラベルとわが国での取り組みの必要性

EUはサステナブルファイナンス行動計画に基づく個人向けサステナブル金融商品用のエコラベル案を公表している。EUのエコラベルは、食品、医薬品を除く消費者向け商品の環境評価を示す基準であるが、今回対象とした金融商品には、株式、債券、投資信託、生命保険、エコ預金が含まれる。2021年第一四半期に最終版が発表される予定である。当白書の第2章 個人向け金融商品におけるサステナブル投資で言及して

いるように、最近では国内の個人向け投資信託でもどのファンドがサステナブル投資に該当するのか判断しにくくなっている。EU案とは異なるかもしれないが、今後はわが国でも何らかの基準が必要になると考えられる。そのためには、個々の投資信託がサステナブルの方針や取り組みを明確に開示し、また運用結果との関連分析などの開示を求めることが必要になるだろう。

#### 4) 非財務情報について、法的拘束力のある、あるいはない、開示についての議論

2020年11月、IIRCとSASBが2021年中頃に統合してValue Reporting Foundationとなると発表された。また、財務報告書の世界的基準を作っているIFRS財団は2020年9月末にサステナビリティ報告のグローバルなアプローチと財団の役割の可能性について協議するための協議ペーパーを公表した。こうした財務と非財務情報の法的拘束力のある、あるいはない開示についての議論の進展もわが国に影響を与えると考える。有価証券報告書の開示府令の改正も進んでいるが、今後はいかにESG情報のKPIとなり得る開示をしていくかが問われるようになると考えられる。企業による積極的な取り組みを期待したい。

#### 5) ILO中核的労働基準の未批准条約

2020年10月にわが国の「ビジネスと人権」に関する行動計画が策定された。PRI（責任投資原則）も署名機関による毎年の報告事項に「ビジネスと人権」の項目を入れることを検討し始めている。人権についての開示もさらに求められるようになるだろう。「ビジネスと人権」に関する行動計画の策定では審議委員会に参加したが、委員側からわが国がILOの中核的労働基準の105号（強制労働の撤廃）と111号（職業・雇用上の差別撤廃）について未批准であることについて、批准すべきとの強い意見が出た。行動計画では最終的に、「批准することが適当と認められる基本的なILOの条約及び他のILOの条約の批准を追求するための継続的かつ持続的な努力を払っていく」という表現に留まった。少し驚いたのだが、これらの条約をわが国が未批准であることを知らない方が、サステナブル投資に取り組む人たちも含めて、かなりいたことである。なぜ未批准なのか明確な説明があまりされておらず、公に議論され

ていないことがこうした状況を生んでいる一因と考えている。公務員にストライキ権がないこと、また賃金格差があることがこの2条約未批准の原因となっているようだが、他の条約を批准した1960年代ならともかく、いつになったら批准するのだろうか。国内法の手当による解決、また職種別賃金などの考え方の導入などで対応のできる時代になっているように思われる。一部の特殊な限られた例外のあることを理由に批准しないのではなく、「ビジネスと人権」という、日本企業の国際競争力と関わる視点から、未批准条約について再議論すべきであろう。国連グローバル・コンパクトの10原則のうち6つの原則は人権と労働に関するが、グローバル・コンパクト・ネットワーク・ジャパンの加入企業・団体も2021年1月には正会員数385となっている。「(ILO国際労働基準の)8つの条約のすべてを支持し、役職員行動規範細則で遵守事項の関連法令として明記しています」と開示している企業もある。COVID-19で、海外でも働き方やサプライ・チェーンの人権問題が、これまで以上に注目されるようになっている。早急に議論を具体化する必要があると考える。

#### 6) JSIFのワーキング・グループの課題

JSIFでは現在、3つのワーキング・グループ（分科会）が活動しており、この取り組みも課題である。ワーキング・グループは1) パブリック・スチュワードシップ：官公庁や取引所に対するエンゲージメントやパブリック・コメント、2) 金融教育へのサステナビリティ統合：運用会社の教育から小中学校の金融教育まで、3) サステナブル投資状況サーベイ：運用会社のサステナブル投資への取り組みの開示の向上の3つである。金融教育にはJSIFはここ3年ほど力を入れており、PRI Academyの日本語版については、COVID-19の影響や改訂などもあり遅れているが、新年度の早い時期にスタートする予定だ。PRI Academyの入門編は、広く一般の方にも参考になると思う。基礎編と上級編は運用会社や金融機関などの専門家が基礎知識を習得するのに役立つだろう。JSIFはこのほかにも、株式会社きんざいと通信教育教材「ESG金融実践のためのSDGs入門講座」を作成した。金融商品の販売などを担当する金融機関の方向けに基本的な考え方と実務を知っていただく内容となっている。また、株式会社ゆうちょ銀行が小中学校向けに出前授業の金融教育を実施しており、オリジナ

ル教材として「ゆうちょ お金のちしき」を作成している。この教材に挟み込むESGに関する説明資料の作成をJSIF分科会2が協力させていただいた。

## 7) 日本発のESG課題

ESGの課題は、ほぼすべてが欧米発の課題である。しかし、そもそもESG課題とは各国の実情に照らし合わせて議論すべき課題であるはずだ。日本の機関投資家がグローバルなESG課題について、欧米発の課題を参考に取り組みを進めるようエンゲージメントをすることは、日本企業と日本の機関投資家にとって重要でプラスになると信じているが、その取り組みもここ2、3年でかなり進んだように思える。そろそろ次の段階に向けて、海外のグローバルな投資家に向けて日本初のESG課題を発信しても良いのではないだろうか。そうした日本発の課題の一つとなり得ると個人的に考えているものに、「健康経営」の取り組みがある。日本は健康保険制度の仕組みが普及しているため、他国と比べてもしっかりした基盤がある。また、経済産業省が健康経営の普及に向けて2015年からアンケートをベースとした取り組みを行っており、集計結果のデータも6年以上揃っている。現在のところ、一部の学識経験者などによる分析に利用が限られているが、そろそろこのデータを投資家が使って、ESG投資の一部に組み込むアクティブなESG投資や、「健康経営」指数投資などをスタートしても良いのではないだろうか。幸いにして、このアンケート調査作りには当初より投資家も関わっており、指数投資に使えるようなデータもかなりカバーされている。最近では個人向けESG投資の投資信託も大幅に増え出しているが、残念ながら日本株式ではなくグローバルな株式が対象となっている。タイミングを計る必要があるかもしれないが、機関投資家側が声を上げることで、経済産業省によるデータ提供も進みやすくなるだろう。特に長期投資を基本とする年金基金やETFでの利用を期待したい。COVID-19によって企業とそのサプライ・チェーンによる従業員の働き方や健康についての取り組みも世界的に注目されるようになってきている。海外の年金基金からも、日本独自のESGの取り組みとして受け入れられる可能性が大いにあるように思うが、いかがだろうか。

JSIFが、このように詳細かつ具体的な課題を取り上げる

ようになったのも、ここ3年ほどで、国内の機関投資家の取り組みが実務面でかなり具体化した結果だと考えている。わが国の機関投資家のESG投資への取り組みは、欧州や米国の取り組みにもキャッチアップしており、今後は取り組みの質が課題になると感じる。あと3年もすれば、少なくとも日本市場において、海外の機関投資家よりも取り組み内容やその開示が進んでいる機関投資家が出てくるのは間違いないだろう。

菅政権による2050年カーボン・ニュートラル目標に向けて、各官庁も積極的に動き出しており、また企業の取り組みを見ても、TCFDに賛同する企業数や、GDPの気候変動・水でA評価となった企業数では日本がトップになっている。米国のバイデン次期政権の動きも注目される。わが国の投資家と企業による取り組みは今後数年でさらに進むものと確信している。

2021年3月

NPO法人 日本サステナブル投資フォーラム

会長 荒井 勝

## アンケートの集計方法

本調査にあたってはJSIFで連絡先を把握できた機関へ協力依頼をメールで送付。また同時にPRIジャパンネットワークに国内に拠点を持つPRI署名機関への周知にご協力いただいた。これにより45の機関投資家よりご回答いただいた。

またこのほか2機関について、公開情報を基にJSIFで推計した数値を投資残高に加えている。よって、今回の数字の集計対象は全47機関(回答45機関、推計2機関)となる。

### 「サステナブル投資残高アンケート調査」へ投資残高をご回答いただいた機関一覧(50音順)

#### 全45機関

- 朝日生命保険相互会社
- 朝日ライフ アセットマネジメント株式会社
- アセットマネジメントOne株式会社
- アムンディ・ジャパン株式会社
- インベスコ・グローバル・リアルエステート・アジアパシフィック・インク
- ADインベストメント・マネジメント株式会社
- NNインベストメント・パートナーズ株式会社
- MS&ADインシュアランスグループホールディングス株式会社
- MU投資顧問株式会社
- 株式会社かんぽ生命保険
- コムジェスト・アセットマネジメント株式会社
- J-STAR株式会社
- ジャパン・リート・アドバイザーズ株式会社
- 上智大学
- スパークス・アセット・マネジメント株式会社
- 積水ハウス・アセットマネジメント株式会社
- セコム企業年金基金
- 損害保険ジャパン株式会社
- SOMPOアセットマネジメント株式会社
- 第一生命保険株式会社
- 大同生命保険株式会社
- 太陽生命保険株式会社
- 大和アセットマネジメント株式会社
- 大和ハウス・アセットマネジメント株式会社
- T&Dアセットマネジメント株式会社
- DBJアセットマネジメント株式会社
- 東京海上アセットマネジメント株式会社

- 東京海上日動火災保険株式会社
- 日興アセットマネジメント株式会社
- ニッセイアセットマネジメント株式会社
- 日本生命保険相互会社
- 日本バリュー・インベスターズ株式会社
- 農林中金全共連アセットマネジメント株式会社
- 野村アセットマネジメント株式会社
- 野村不動産投資顧問株式会社
- 富国生命投資顧問株式会社
- プロロジス・リート・マネジメント株式会社
- 三井住友DSアセットマネジメント株式会社
- 三井住友トラスト・アセットマネジメント株式会社
- 三菱UFJ国際投信株式会社
- 三菱UFJ信託銀行株式会社
- 明治安田生命保険相互会社
- リそなアセットマネジメント株式会社
- 非公開を希望した回答機関2機関

#### 公開情報を基に集計に加えた2機関

- 年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)
- 地方公務員共済組合連合会

## 過去3年の推移

### 概要

	2018年	2019年	2020年
サステナブル投資残高(百万円)	231,952,250	336,039,620	310,039,275
運用総額に占めるサステナブル投資の割合	41.7%	55.9%	51.6%
機関数	42	43	47

### 運用手法ごとのサステナブル投資残高

(単位:百万円)

	2018年	2019年	2020年
ESGインテグレーション	121,511,832	177,544,149	204,958,018
ポジティブ・スクリーニング	6,425,278	11,685,122	14,643,189
サステナビリティ・テーマ型投資			7,988,505
インパクト投資	2,014,546	3,454,089	140,363
議決権行使	132,034,774	187,435,331	167,597,095
エンゲージメント	140,754,582	218,614,475	187,170,342
ネガティブ・スクリーニング	17,328,216	132,232,671	135,263,369
国際規範に基づくスクリーニング	31,604,106	25,560,889	28,308,180

### 資産クラスごとのサステナブル投資残高

(単位:百万円)

	2018年	2019年	2020年
日本株	137,385,115	127,883,665	97,844,264
外国株	80,482,008	81,545,344	50,166,491
債券	28,891,704	146,178,377	180,123,263
PE	281,901	1,732,175	1,129,313
不動産	4,637,032	6,775,910	8,162,100
ローン	10,236,320	10,455,582	10,421,862
その他	4,718,818	6,321,161	10,401,896

※サステナブル投資残高合計の算出にあたっては、インベストメント・マネージャーとアセット・オーナーの投資残高の重複を極力避けた計算をしている。ただし運用手法・資産クラス別の残高については重複排除の計算が困難のため、インベストメント・マネージャーの受託額、アセット・オーナーの委託額が重複した数値となっている。また運用手法については複数回答による数値の重複があり、資産クラスには未回答の機関もある。このため運用手法ごと、資産クラスごとの合計は、サステナブル投資残高合計と一致しない。

注:公開情報を基に集計に加えた年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)の数値について、同法人が公表する「2019年度ESG活動報告」において、すべての運用資産をESG投資に該当すると記載している。しかし昨年に引き続き、自家運用の国内債券(22兆3,315億円)・短期資産(4兆3,716億円)・財投債(8,962億円)の合計27兆5,993億円については集計から除外することとした(GPIFの国内債券運用のうち大部分が日本国債であり、ESGインテグレーション、エンゲージメントは容易でないとしてJSIFでは考え、またその取り組み内容がまだ公開されていないため)。

## アンケート結果

アンケートの質問内容は下記URLを参照のこと。

<https://japansif.com/JSIFsurvey2020qa.pdf>

Q1

(回答機関を識別するコードについての質問であり省略)

以下の設問への回答の対象は、基本として回答45機関+推計2機関の47機関であるが、設問の一部に回答していない機関があるため、各設問での「合計」は回答機関数。

Q2

資金運用に関するお立場または資金性についてお伺いします。

選択肢	2019年	2020年
アセット・オーナー	15	15
インベストメント・マネージャー	28	32
アセット・オーナー、インベストメント・マネージャー、両方の立場	1	0
合計	44	47

アンケートに回答をいただいたのが45機関、このほか公開情報を基にJSIFで集計に加えたのが2機関のアセット・オーナーである。

Q3

次のイニシアチブに署名・参画等されていますか？

選択肢	2019年	2020年
PRI (責任投資原則)	38	40
赤道原則	2	2
21世紀金融行動原則	18	19
PSI (持続可能な保険原則)	3	3
PRB (責任銀行原則)	0	0
CDP	14	12
ICGN (The International Corporate Governance Network)	10	10
モントリオール・カーボン・プレッジ	5	4
UNEP FI	8	6
TCFD気候関連財務情報開示タスクフォース	10	27
国連グローバル・コンパクト	9	10
Climate Action 100+	5	11

- TCFD気候関連財務情報開示タスクフォース、国連グローバル・コンパクト、Climate Action 100+は2020年に新設した選択肢。2019年調査ではその他に記入されていた。

- その他の回答のうち複数の機関が記入したイニシアチブは、ジャパン・スチュワードシップ・イニシアティブ(7機関)、30% Club Investor Group(4機関)、Climate Action 100+(3機関)、Asian Corporate Governance Association(3機関)、Japan Climate Initiative(3機関)であった。

Q4

日本版スチュワードシップ・コードに受け入れを表明されていますか？

選択肢	2019年	2020年
YES	34	36
NO	10	11
合計	44	47

Q5

組織としてサステナブル投資 (ESG投資、責任投資など) に関する明文化された方針はお持ちでいらっしゃいますか？

選択肢	2019年	2020年
YES	40	44
NO (作成中)	2	1
NO (今後作成に関して検討を予定)	1	0
NO (作成予定なし)	0	0
合計	43	45

公開情報を基にJSIFで集計に加えた1機関については不明のため加えていない。

Q6

Q5でYESと答えられた方に質問です。その方針は公開されていますか？

選択肢	2019年	2020年
YES (一般に公表)	36	41
YES (顧客・加入者等のみに開示)	1	2
NO	1	2
合計	38	45

Q7

サステナブル投資(ESG投資、責任投資など)をされていますか？

選択肢	2019年	2020年
YES	44	45
NO (実施に向けて準備中)	0	0
NO (実施に関して検討を予定)	0	1
NO (実施予定なし)	0	1
合計	44	47

不動産投資会社の2機関がNOと記入しているが、両社ともQ8はYESと回答している。株式投資についてはNOということと思われる。

Q8

サステナブル投資の運用残高をお知らせいただけますでしょうか？

選択肢	2019年	2020年
YES	41	45
NO	3	2
合計	44	47

公開情報を基に集計に加えた2機関についてはNOとしている。

Q9

Q9～13はサステナブル投資残高について質問したものである。

	2019年	2020年
サステナブル投資残高合計(百万円)	336,039,620	310,039,275
運用総額に占める割合	55.9%	51.6%
回答機関数	43	47

#### サステナブル投資残高の計算方法

運用会社とアセット・オーナーとの回答額の重複を極力避けるため、47機関の単純合計389,398,570百万円からインベストメント・マネージャーの立場でお答えいただいた機関の年金基金からの受託額79,359,295百万円を差し引いた。  
 $389,398,570 - 79,359,295 = 310,039,275$ 百万円

#### 総運用資産に占めるサステナブル投資割合の計算方法

47機関の運用総額の合計は754,997,547百万円。よって総運用資産に占めるサステナブル投資の割合は下記の式で算定した。

$$389,398,570 \div 754,997,547 = 51.6\%$$

#### 集計の時点

原則として2020年3月末での回答を依頼したが、任意の時点での回答も受け付け、サステナブル投資残高に含めている。Q10でその時点及び金額を尋ね、内訳は下記の通り。

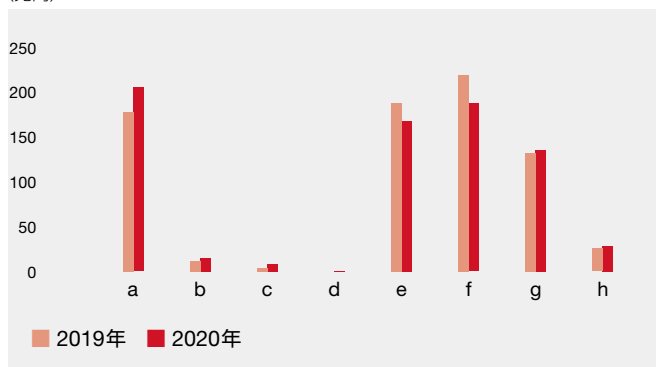
	(単位:百万円)
2019年12月末	61,862,852
2020年5月末	1,357,641
2020年6月末	22,371,608
2020年7月末	3,172,643
2020年8月末	78,452
合計	88,843,196

**Q14** Q9でご記入いただいた金額について、差し支えなければ下記の運用手法ごとの金額をお知らせください。

(単位:百万円)

選択肢	2019年	2020年	前年比
a ESGインテグレーション	177,544,149	204,958,018	15.4%
b ポジティブ(ベスト・イン・クラス)・スクリーニング	11,685,122	14,643,189	25.3%
c サステナビリティ・テーマ型投資	3,454,089	7,988,505	131.3%
d インパクト投資	-	140,363	-
e 議決権行使	187,435,331	167,597,095	-10.6%
f エンゲージメント	218,614,475	187,170,342	-14.4%
g ネガティブ・スクリーニング	132,232,671	135,263,369	2.3%
h 国際規範に基づくスクリーニング	25,560,889	28,308,180	10.7%

(兆円)



2020年7月に環境省より発表された「インパクトファイナンスの基本的考え方」により、インパクト投資の定義が明確となったため、運用手法ごとの質問にもインパクト投資の項目を追加した。

※サステナブル投資残高合計の算出にあたっては重複を極力除いている。ただし運用手法別の残高については判別が困難のため、運用会社の受託額・年金基金の委託額が重複した数値となっている。また複数回答による数値の重複もあり、Q9の合計額と一致しない。

※サステナビリティ・テーマ型投資については「株式投資」「債券投資」「その他資産」の3つに分けて質問し、その内訳は以下の通りである。

(単位:百万円)

	2019年	2020年	前年比
株式投資	938,889	2,863,374	205.0%
債券投資	1,155,024	1,197,070	3.6%
その他資産	1,360,176	3,928,061	188.8%

**運用手法の定義**

国際基準である“The Global Sustainable Investment Alliance”の集計方法を基に、日本の現状に即した形になるようJSIFで一部手を加えている。

**① ESGインテグレーション**

通常の運用プロセスにESG(環境、社会、コーポレート・ガバナンス)要因を体系的に組み込んだ投資。(例:投資前のESG評価・スクリーニング、デューデリジェンス、投資後のモニタリングやエンゲージメント)

**② ポジティブ(ベスト・イン・クラス)・スクリーニング**

業界の同業他社と比較しESG関連の評価が高い企業等に投資する。

**③ サステナビリティ・テーマ型投資**

- 株式…再生可能エネルギー、環境技術、農業、女性活躍、SDGs等のサステナビリティ・テーマに着目した株式投資。
- 債券…グリーンボンドやワクチン債等のサステナビリティ・テーマに着目した債券投資。
- その他資産…サステナビリティ・テーマ型の株式・債券投資以外の投資。(例:不動産投資等)

**④ インパクト投資**

次の①～④の要素すべてを満たす投資

- ① 投資時に、環境、社会、経済のいずれの側面においても重大なネガティブインパクトを適切に緩和・管理することを前提に、少なくとも一つの側面においてポジティブなインパクトを生み出す意図を持つもの。
- ② インパクトの評価及びモニタリングを行うもの。
- ③ インパクトの評価結果及びモニタリング結果の情報開示を行うもの。
- ④ 中長期的な視点に基づき、個々の金融機関/投資家にとって適切なリスク・リターンを確保しようとするもの。(環境省「ポジティブインパクトファイナンスタスクフォース」のインパクトファイナンスの定義に準拠)

## ⑤ 議決権行使

議決権を行使する。

※ ESGに関する議決権行使に限りません。  
※ 議決権行使の判断を助言会社に委託しているものも含む。

## ⑥ エンゲージメント

エンゲージメント方針に基づき、株主として企業と建設的な対話を行う。あるいは株主提案を行う。

## ⑦ ネガティブ・スクリーニング

倫理的・社会的・環境的な価値観に基づいて、特定の業種・企業を投資対象としない。

※ ESG評価（レーティング）を適用し、評価が低い企業を投資対象外とするスクリーニングの場合は、ポジティブ・スクリーニングに分類するようお願いいたします。通常、ネガティブ・スクリーニングは投資ユニバースから除外する方法であり、投資の調査や意思決定の過程で企業のESGを評価して組み入れる組み入れないを判断するのは、ポジティブ・スクリーニングです。（ポジティブ・スクリーニングで組入銘柄を決定すれば、自動的に組み入れない銘柄も決まります）

## ⑧ 国際規範に基づくスクリーニング

国際機関（OECD、ILO、UNICEF等）の国際規範に基づいた投資。（例：オスロ条約→クラスター爆弾関連企業に投資しない）

Q15

Q14でサステナビリティ・テーマ型投資2（債券投資）に金額をご記入いただいた方にお尋ねします。どのような債券投資を行っているかお知らせください。できれば金額の内訳あるいは比率でご回答ください。

（単位：百万円）

国際機関債	637,804
社債	243,389
地方債	68,357
国債	18,280

Q15は債券投資の具体的な内容を調べるために新設した質問。

Q16

Q14で「サステナビリティ・テーマ型投資（その他資産）」に金額をご記入いただいた方にお尋ねします。差し支えなければ内訳をお知らせください。

（単位：百万円）

不動産投資	2,572,122
その他	940,386

Q17

Q14で「インパクト投資」に金額をご記入いただいた方にお尋ねします。インパクトの評価結果・モニタリングの結果について情報開示先（ウェブサイトのURL等）をお知らせください。また差し支えなければ具体的な事例をお知らせください。

前述の運用手法の定義において、インパクト投資の条件として「③インパクトの評価結果及びモニタリング結果の情報開示を行うもの」を提示したため、情報開示が実施されているかどうか確かめるための設問。

Q14でインパクト投資に金額を回答した7機関のうち、2機関は開示、1機関は投資を開始したてで今後開示予定とのことだった。

### Q18

Q14で「ネガティブ・スクリーニング」に金額をご記入いただいた方にお尋ねします。差し支えなければどのようなネガティブ・クライテリアを適用されているかお知らせください。

具体的な投融資の除外対象としては以下のような回答が得られた。

- 反社会的行為や不正を行った企業
- 非人道兵器（クラスター弾・対人地雷・生物化学兵器）の製造・販売に関する企業
- 石炭火力発電・石炭採掘関連企業（特に新規の投融資）

### Q19

ネガティブ・スクリーニングの金額が昨年のアンケート調査で前年比663%増と大幅に増えていますが、昨年来増やされた回答機関はその理由をお聞かせください。

2020年調査では前年比横ばいだったネガティブ・スクリーニングだが、2019年調査で急増していたため新設した設問。具体的には以下のような回答が得られた。

- 責任投資ポリシーを明確化したため
- ネガティブ・スクリーニングを行う新たなファンドを設定したため
- 債券のネガティブ・スクリーニングを開始したため

### Q20

Q14で「国際規範に基づくスクリーニング」に金額をご記入いただいた方にお尋ねします。差し支えなければどのような規範に準拠した運用をされているかお知らせください。

言及された条約はオタワ条約（1997年）、オスロ条約（2008年）。そのほか、国連グローバル・コンパクトやOECDガイドライン、国連安全保障理事会による貿易制限等が挙げられた。

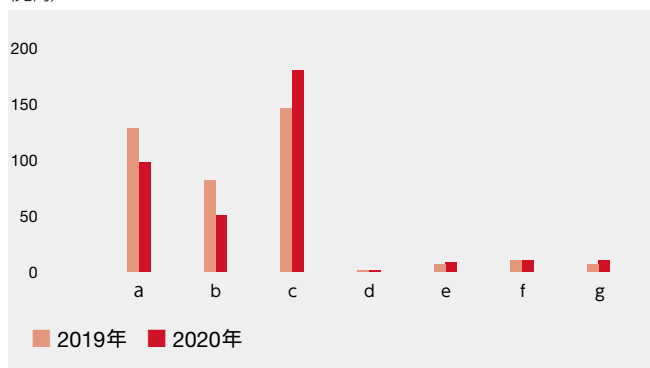
### Q21

Q9でご記入いただいた金額について、差し支えなければ資産クラスごとの金額をお知らせください。

（単位：百万円）

選択肢	2019年	2020年	前年比
a 日本株	127,883,665	97,844,264	-23.5%
b 外国株	81,545,344	50,166,491	-38.5%
c 債券	146,178,377	180,123,263	23.2%
d PE	1,732,175	1,129,313	-34.8%
e 不動産	6,775,910	8,162,100	20.5%
f ローン	10,455,582	10,421,862	-0.3%
g その他	6,321,161	10,401,896	64.6%

（兆円）



※サステナブル投資残高合計の算出にあたっては重複を極力除いている。ただし資産クラス別の残高については判別が困難のため、運用会社の受託額・年金基金の委託額が重複した数値となっている。このためQ9の合計額とは一致しない。

### Q22

Q21で「その他」にご記入いただいた金額について、差し支えなければ具体的な資産クラスと金額の内訳をお知らせください。

その他資産の具体例としては以下のような回答が得られた。

- バランスファンド
- オルタナティブ
- 環境配慮型REIT
- 再生可能エネルギーに関するインフラ投融資

**Q23**

過去一年で日本版スチュワードシップ・コードに規定されている「目的ある対話」(エンゲージメント)は国内・海外それぞれ何社を対象に実施されましたか?  
※議決権行使は除いてご回答ください。

対象社数	2019年	2020年
～100社	6	7
100～500社	8	11
500～1,000社	7	6
1,000社～	5	3

**Q24**

差し支えなければエンゲージメントテーマの具体例をお知らせください。(複数回答可)

#### Eに関するエンゲージメントテーマへの回答

気候変動・環境問題が中長期的な企業価値に与えるリスクと機会についての課題認識の共有、またその情報開示の充実を求めるものが主だった。より具体的には温室効果ガス削減・排出量の開示や海洋プラスチック問題、TCFDへの取り組みに関するものが挙げられた。

#### Sに関するエンゲージメントテーマへの回答

例年通り、ダイバーシティや人材育成、人手不足への対応等といった労働環境への取り組みに関する回答が多く、2020年はここにCOVID-19感染拡大に伴う社員の安全確保といったテーマが加わっている。そのほか、サプライチェーンや地方創生・地域貢献に関する回答があった。

#### Gに関するエンゲージメントテーマへの回答

取締役会の実効性評価、政策保有株式や親子上場に対する今後の対応や株主還元に関する回答があった。

**Q25**

これまでご回答いただいた運用について、体系的な評価プロセスなどを開示可能な範囲でコメントいただくか、あるいは開示資料のURLなどをお知らせください。(例: ESG評価チームがESGを行っている、外部の評価機関あるいは分析データを用いてスクリーニングをかけている、など。)

34機関からご回答いただき、このうち20機関がウェブサイトのURLを記載して回答しており、だれもが閲覧できる状態になっている。

**Q26**

本調査でサステナブル投資残高をご回答いただいた会社・基金等の名称のみ調査レポートで公開させていただく予定です。名称の非公開を希望される場合はその旨お知らせください。

選択肢	回答数
公開可	43
公開不可	2
公開情報から集計に加算	2
合計	47

## ② 個人向け金融商品におけるサステナブル投資

本来は機関投資家向けのサステナブル投資残高調査の基準日に合わせ、個人向け金融商品の投資残高の報告についても2020年3月末で報告するべきであるが、それ以降に大きな変化があったため、2020年9月末までの数値を基に報告する。

前回白書で報告した2017年3月末以降の四半期ごとの投資信託・債券の合計額は、2020年6月末までは7,000億～9,000億円の間での推移が続いていた。しかし2020年9月末に一気に1兆8,000億円と急増する。(図1-2-1)

この急増は2020年7月20日に設定された「グローバルESGハイクオリティ成長株式ファンド」の9月末時点の純資産総額が、6,000億円超となっていることに起因する。

図1-2-1 投資信託と債券の総額の推移

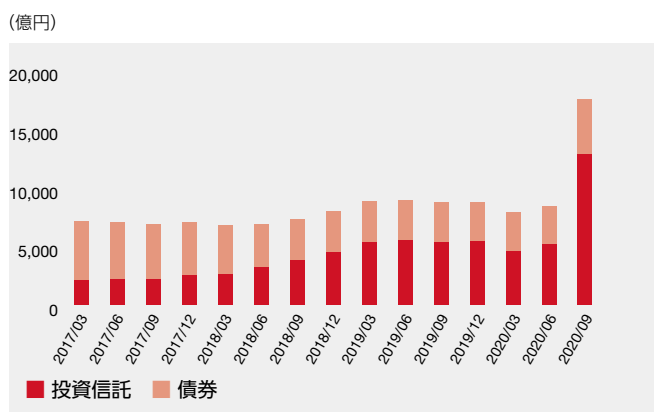
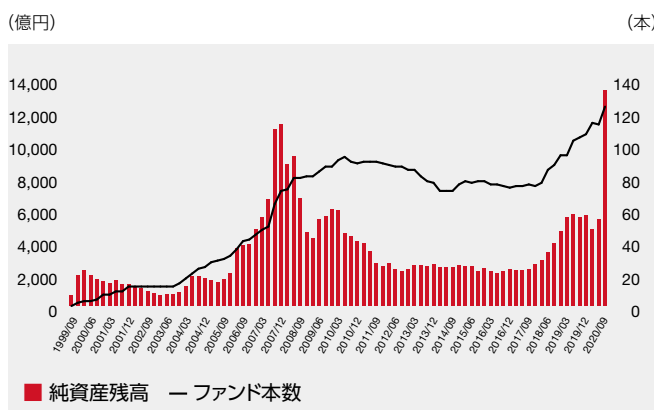


図1-2-2 投資信託の純資産総額とファンド本数推移



多くの運用会社がすべての株式投資について、意思決定プロセスにESG課題を組み込むと表明する中で、ファンドの名称や設定時の目論見書からサステナブル投資に該当すると思われる投資信託を選び、統計データの集計基礎とする手法に限界を感じている。

例えば今回、残高急増の要因となった「グローバルESGハイクオリティ成長株式ファンド」と同じシリーズの投資信託として、2016年9月30日に設定された「グローバル・ハイクオリティ成長株式ファンド」が存在するが、こちらは統計に組み入れていない。しかし運用開始後の月次レポート等の情報開示から判断する限り、両投資信託の違いは必ずしも明確ではない。

このように投資信託残高については、長年にわたり同じ条件で集計していることに意義はあるが、徐々に中身が伴わなくなりつつある。改善の必要性を感じながらも、有効な策を見つけれずにいる。

債券については、前回白書で高金利の新興国通貨建ての起債に偏っている点を懸念材料として挙げたが、足元では日本円での起債が急増している\*。ただし円建ての債券の中には複雑な条件が付された仕組債の形になっているものもあり、新興国通貨とはまた別のリスクを伴うため、注意が必要である。

投資信託・債券については四半期ごと集計を行い、JSIFのウェブサイトで公表しているため、統計に組み入れている商品等の詳細はそちらを参照されたい。

吉田 喜貴

\*2020年1～9月に販売された債券1,952億円のうち、1,824億円が円建て。

### ③ ESG投資の定義について

ESG投資の対象は、株式に加えて、債券、PE、不動産、オルタナティブなど多くの資産に広がってきた。また、サステナブルな債券や融資も、企業や自治体の資金調達手段として定着するようになった。この結果、最近では、多くの金融関係者によるESG投資についての広範囲な議論が進むようになってきている。その中で気になったのが、「ESG投資」という用語が必ずしも正しく使われていないと感じる点だ。最初は、一部のNPO、コンサルタント、官公庁の方々の発言や文章からそのように思ったが、機関投資家でも比較的最近になってESG投資に関わるようになった担当者の中にも理解していないと思われる方がいる。そこで、「ESG投資」という用語について再整理を行った。今後の議論の場で、参考にしていただければ幸いである。

混乱の一因は、日本では一般的に「ESG投資」という言葉が使われていることだ。海外、特に専門の場では、「ESG Investing (Investment)」という言葉は使わない。「ESG integration」あるいは「ESG incorporation」という用語を使う。「integration (統合)」や「incorporation (包括)」という単語が重要な意味を持っているからだ。わが国ではそうした英語が分かりにくいいためか、「ESG投資」という言葉が定着した。この結果、「integration」と「incorporation」が持っている意味合いが欠けてしまい、本来の意味を理解している人が専門家の一部に限られる結果となってしまったと考えている。

ここ数年、欧州を中心にタクソノミーの議論が活発化している。これは主に、グリーンであるかどうかの分類を明確にしようとする取り組みであるが、この流れを受けて、世界主要国のSIF団体で構成するGlobal Sustainable Investment Alliance (GSIA)でも、サステナブル投資の投資手法の分類について再確認した。GSIAによる分類・定義や集計の結果は、世界で広く利用されている。

ESG投資を語るにはPRIの分類が欠かせない。ESG投資の概念と取り組みを広めたのがPRIだからだ。GSIAはPRIとも定期的な会議を持っており、2020年にはこの会合で分類についても確認した。

JSIFはGSIAの一員としてこの会合に参加しているので、今回はPRIの分類とGSIAの分類、またその議論を踏まえて、整理した。

#### PRIの分類

PRIは2006年に設立されたが、主に年金基金などのアセット・オーナーが、ESGの課題を投資プロセスに組み込むことを広める目的でスタートしている。PRIの署名機関は、自ら投資資金を保有するアセット・オーナーである年金基金や保険会社、またそうした資金などを受託して運用するアセット・マネージャー、投資指数や金融に関する情報サービスを提供するサービス・プロバイダーである。

PRIの原則は次の6つからなる。(カッコ内は筆者)

1. 私たちは投資分析と意思決定のプロセスにESG課題を組み込みます (incorporate)。
2. 私たちは活動的な所有者 (active owner) となり、所有方針と所有習慣 (ownership policies and practices) にESG問題を組み込みます (incorporate)。
3. 私たちは、投資対象の企業に対してESG課題についての適切な開示を求めます。
4. 私たちは、資産運用業界において本原則が受け入れられ、実行に移されるように働きかけを行います。
5. 私たちは、本原則を実行する際の効果を高めるために、協働します。
6. 私たちは、本原則の実行に関する活動状況や進捗状況に関して報告します。

PRI署名機関はその活動をPRIへ毎年報告することを求められているが、その際はレポーティング・フレームワークに基づいて行う。このフレームワークの用語集として、PRI Reporting Framework Main definitions November 2018がある。報告の際に使われる用語の分類と定義をまとめたものである。この用語集から関連箇所をまとめると、以下ようになる。

## ① ESG incorporationの定義

**PRIの原則1**で、投資分析と意思決定プロセスにESGを組み込む (incorporation) ことを記載している。当報告フレームワークでは、投資決定プロセスでESG情報を検討し活用することをESG incorporationと呼ぶ。

報告フレームワークは、これを実現する投資方法として次の4つを取り上げる。

1. スクリーニング
2. サステナビリティをテーマとした投資  
(環境・社会をテーマとした投資とも呼ばれる)
3. ESG課題の統合 (Integration of ESG issues)
4. 上記の組み合わせ

エンゲージメント・アプローチのみが適用され、上記の戦略のいずれも適用されない資産は、ESG incorporationに含めるべきではない。

責任投資業界における標準化とコミュニケーションを向上させるために、PRIは、GSIAの定義と整合させている。

報告フレームワークにおけるスクリーニング3種類の定義は以下の通りである。

### 投資のスクリーニング

#### a. ネガティブ／排除的スクリーニング

特定のESG基準に基づき、特定のセクター、企業、慣行をファンドやポートフォリオから除外すること。

#### b. ポジティブ／ベスト・イン・クラスのスクリーニング

業界の同業他社と比較してESGパフォーマンスがポジティブであると判断されたセクター、企業、プロジェクトへの投資。

#### c. 規範に基づくスクリーニング

国際的な基準に基づく最低限のビジネス慣行の基準に照らして投資をスクリーニングする。

## サステナビリティをテーマにした投資

持続可能性に特化したテーマや資産 (例えば、クリーンエネルギー、グリーンテクノロジー、持続可能な農業など) への投資。

## ESG課題の統合 (Integration of ESG issues)

PRIは、これを「投資分析と投資判断に重要なESG要因を体系的かつ明示的に組み込むこと」と定義する。

## ②アクティブ・オーナーシップとエンゲージメント

**原則2**に関わるアクティブ・オーナーシップとエンゲージメントの定義は次の通りである。

### アクティブ・オーナーシップ

アクティブ・オーナーシップとは、投資家の活動や行動に影響を与えるために、所有権や所有者の地位を利用すること。これは、各資産クラスで異なる方法により適用される。上場株式の場合は、関与 (委任状による) と議決権行使 (株主提案の提出を含む) の両方が含まれる。他の資産クラス (例:債券) には、(委任状による) 議決権行使が関連しないこともあるが、エンゲージメントは関連する。

### エンゲージメント

エンゲージメントとは、投資家と現在または将来の投資先 (企業、政府、地方自治体など) との間で、ESG問題に関する意思疎通 (interactions) を図ることを意味する。エンゲージメントは、ESGの慣行に影響を与える (または影響を与える必要性を認識する)、あるいはESGの開示を改善するために実施される。

### (委任による) 議決権行使と株主提案

議決権行使は、会社側提案または株主提案による株主総会議案に関する賛否等の表明。株主提案の提出も含む。

## GSIAの分類

GSIAは、下表のように7つに分類している。余計な混乱を避けるためここでは各分類の定義については省くが、表現が多少異なっても基本的にはPRIの定義と同じである。

表1-3-1

GSIA 分類	
サステナブル投資	ESGインテグレーション
	エンゲージメント並びに議決権行使
	国際規範に基づくスクリーニング
	ネガティブ/除外スクリーニング
	ポジティブ/ベスト・イン・クラス・スクリーニング
	サステナビリティ・テーマ型投資
	インパクト投資・コミュニティ投資

## PRIとGSIAのESGに関する投資方法の比較

PRIとGSIAの分類について整理比較したのが次の表である。

表1-3-2

		PRI分類	番号
原則1	ESG インコーポレーション	ネガティブ/除外スクリーニング並びに ポジティブ/ベスト・イン・クラス・スクリーニング	1
		国際規範に基づくスクリーニング	2
		サステナビリティ・テーマ投資	3
		ESG課題のインテグレーション	4
原則2	アクティブ・ オーナーシップ	エンゲージメント	5
		議決権行使	6

GSIA 分類		PRI分類 対称番号
サステナブル投資	ESGインテグレーション	4
	エンゲージメント並びに議決権行使	5、6 <sup>*1</sup>
	国際規範に基づくスクリーニング	2
	ネガティブ/除外スクリーニング	1
	ポジティブ/ベスト・イン・クラス・スクリーニング	1
	サステナビリティ・テーマ型投資	3
	インパクト投資・コミュニティ投資	*2、3

\*1 GSIA分類は、エンゲージメント並びに議決権行使をサステナブル投資方法(手法)としているが、PRI分類は、原則2としており、これのみの投資方法はESGインコーポレーションには含まれない。

\*2 PRI分類は、アクティブな戦略については上記の通りだが、パッシブ戦略での詳細な説明では、マイクロファイナンスやインパクト投資をサステナビリティ・テーマ型としている。

\*3 コミュニティ投資という言葉はPRIの定義では使われていない。

## ① ESGインコーポレーションとサステナブル投資

この章の課題であるESGについて注目すると、次の違いがある。

- PRI分類では、原則1でESG incorporationとESG integrationの2つの用語が使われている。GSIA分類では、ESG integrationという言葉のみが使われている。これはPRIのESG integrationと同義である。
- GSIA分類ではESG incorporationという言葉は使われていない。GSIA分類では投資手法全体を示す言葉にサステナブル投資という言葉を使っており、PRIの原則2に該当するエンゲージメントと議決権行使もサステナブル投資に含まれる。
- PRI分類では、原則1に該当するESG incorporationを実現する投資方法を4つ取り上げており、そのうちの 하나가ESG integrationである。
- PRI分類では、原則1を満たす投資方法がESG incorporationである。そして、原則2のアクティブ・オーナーシップであるエンゲージメントと議決権行使は、ESGインコーポレーションには含まれない。つまりエンゲージメントと議決権行使のみを運用に適用する投資方法は、ESG incorporationとはされない。

## ② インパクト投資

もう一つの違いが、インパクト投資・コミュニティ投資である。最近では、日本でもインパクト投資が盛んに議論されるようになってきている。海外でも同様である。

- GRIのサステナブル投資には、インパクト投資・コミュニティ投資が含まれるが、PRIのESGインコーポレーションには含まれない。
- 詳細にPRIの報告フレームワークの用語集を読むと、パッシブ戦略では、インパクト投資とマイクロファイナンスをサステナビリティ・テーマ型としている、との解説がある。
- また、PRIのウェブサイト上にある資料などの説明からは、インパクト投資が含まれていない理由は、伝統的なインパクト投資がインパクトの成果を重視し、必ずしもリターンやリスクを考慮していないためだと理解できる。ただし、最近では年金基金などがそうした点を考慮したインパクト投資に取り組むようになっており、それを排除していない。

- この点を理解するには、PRIは年金基金などのアセット・オーナーが、ESGの課題を投資プロセスに組み込むことを広める目的を持つことを理解する必要がある。年金基金には、投資についてのフィデューシャリー・デューティー（受託者責任）やプルードント・マン・ルール（思慮深い投資家の原則）があり、その範囲で投資を行う必要がある。詳細は省くが、過去には、ESG要因を投資判断に組み込むことは、投資のリターンを犠牲にすると考えられており、これが年金基金にESG incorporationが広まらないネックとなっていた。PRIの活動が広まり理解が進んだ現在では、逆に、ESGを考慮しないことがフィデューシャリー・デューティーに反するとまで言われるようになってきている。いずれにしろ年金基金では、リターンを犠牲にすることは許されない。
- 時代が変化して、年金基金もインパクト投資を取り上げるようになったが、その際にはフィデューシャリー・デューティーを満たす範囲で投資するようになってきている。PRIも、時代の変化に応じて、今後、分類や定義を多少改定する可能性もあるのではないかと個人的には考えている。
- GSIAの分類にはインパクト投資が以前から入っている。SIFは1920年代に始まる社会的責任投資（その後サステナブル投資と呼ばれるようになった）の流れを受けており、1991年には英国のUK SIFが組織されていることから、年金以外の投資家も含めて歴史的に使われている主な投資方法をカバーしている。

### まとめと提言

話を日本の「ESG投資」という言葉に戻そう。ESG投資という言葉は、ESG integrationとESG incorporationという言葉が分かりにくいために使われ始めたようだが、その定義が曖昧になり、ESG incorporationとESG integrationの意味を理解していない関係者が増えている。その結果、最近では次のような状況となっている。

- ESG投資という用語が、ESG incorporationとESG integrationのどちらを指しているのか明確でないまま、議論されるケースが増えている。

- インパクト投資についての議論の機会が増えているが、PRI分類にはない（パッシブの場合の例外はあるが）ことが理解されていない。ただし、フィデューシャリー・デューティーを満たすインパクト投資については議論されるようになってきている。

最後に、私案として次の提言をしたい。

- 金融の専門家には、ESG integrationとESG incorporation（あるいはサステナブル投資）を明確に理解し、使い分けて議論してほしい。
- 金融専門家だけに限らない議論では、「ESG投資」を「狭義のESG投資」と「広義のESG投資」という言葉で使い分けよう。

つまり「狭義のESG投資」をPRIのESG integrationと同義とし、「広義のESG投資」をPRIのESG incorporation（あるいは多少違いはあるがGSIAのサステナブル投資）と同義と理解して使用する。

その理由は2つある。

- ① 金融の専門家以外の方が、今更ESG投資という言葉を使うのをやめるのも難しいと思える。
- ② また、現在、多くの方がESG投資という言葉を使う際には、上記の「広義のESG投資」のことを指していると思えるので、それほど都合が悪いわけではなさそうだ。

厳密な議論が必要な際には「狭義のESG投資」と「広義のESG投資」を意識すべきだろう。

- インパクト投資についての議論の際には、年金基金などの対象となる投資なのか、どの程度のインパクトを求める投資なのか、注意を払う。
- なお、近年、ESG投資でのインパクトがより重視されるようになってきているが、これは「広義のESG投資」の様々な投資方法にもインパクトを明確にすることが求められるようになってきているということであり、上記のインパクト投資の議論とは異なることには注意が必要だ。

## 第2部

---

### 1. インパクトファイナンス

### 2. COVID-19が投資家に与えた影響

三井住友トラスト・アセットマネジメント株式会社

ニッセイアセットマネジメント株式会社

アセットマネジメントOne株式会社

アクサ・インベストメント・マネージャーズ株式会社

### 3. エンゲージメントとスチュワードシップ

### 4. サステナブル不動産投資の動向

# ① インパクトファイナンス

## 1. インパクトファイナンスの基本的考え方

2020年7月、環境省が『インパクトファイナンスの基本的考え方』と題した報告書を公表した。ESG金融ハイレベル・パネルの下に設置されたポジティブインパクトファイナンスタスクフォースの最初の成果である。

ESG金融ハイレベル・パネルは、金融・投資分野の業界トップが一堂に会してESG金融について議論する場として2019年2月に設置された。1年後の2020年3月に第2回会合が開催され、同パネルの下で活動を実質的に推進するために、2つのタスクフォースを設けた。一つはESG地域金融タスクフォース、もう一つがポジティブインパクトファイナンスタスクフォースである。後者の目的は、日本でインパクトファイナンスを普及させるためにその概念を整理し、実際にインパクト評価を行うための指針を示すことであった。

その最初の報告書となった『インパクトファイナンスの基本的考え方』（以下、報告書）は、環境省による公表の後、10月に開催された第3回のハイレベル・パネルに提出された。これを受けて、ハイレベル・パネルでは『ESG金融の深化を通じたポジティブインパクトの創出に向けた宣言』を採択し、「ESG金融を通じて環境や社会へのポジティブなインパクトを生み出していくため、各金融主体が、インパクトファイナンスの普及・実践に向けて必要なステークホルダーと連携して取り組む」ことなどを宣言した。以下、報告書の主要なポイントを紹介しよう。

### (1) 基本的なスタンス

報告書は次の3つを基本的な姿勢として作成された。第1に国際的な整合性である。インパクトファイナンスやインパクト投資の分野ではすでに多くの取り組みやイニシアチブがある。そこに屋上屋を架したり、国際的な潮流と異なる提案をしたりするのでなく、多様なイニシアチブに比較的共通する基本的な考え方を整理した。

第2に自主的な取り組みの尊重である。インパクトファイナンスはまだ発展途上の分野であることから、義務的な内容とせず、市場関係者の任意・自主的な取り組みを通じて発展することに期待した。

第3に日本の文脈の考慮である。インパクトファイナンスは将来的には地域金融を含むすべての関係者に広く普及するこ

とが期待されるが、当面は資金力と人的資源に恵まれた大手金融機関や機関投資家から主流化していくことが想定される。それらの主体が本業の中で取り組みやすくなるよう、日本固有の事情にも配慮するものとした。

### (2) インパクトファイナンスの定義

国連環境計画金融イニシアチブ(UNEP FI)のポジティブ・インパクト金融原則では、ポジティブ・インパクト金融とは「ポジティブ・インパクト・ビジネスのための金融」であり、それは「持続可能な開発の3つの側面(経済、環境、社会)のいずれかにおいて潜在的なマイナスの影響が適切に特定され緩和され、なおかつ少なくともそれらの一つの面でプラスの貢献をもたらすこと」だと定義している。また、グローバル・インパクト投資ネットワーク(GIIN)は、インパクト投資を「財務的リターンと共に測定可能でポジティブな社会的・環境的リターンを生む意図を持って行う投資」と定義している。

これらの定義を踏まえ、報告書ではインパクトファイナンスを(i) 重大なネガティブなインパクトを適切に管理し、ポジティブなインパクトを生み出す意図を持つこと、(ii) インパクトの評価とモニタリング、(iii) 情報開示、(iv) 適切なリスク・リターンの確保、という4つの要素で定義した。

### (3) インパクトファイナンスの基本的な流れ

インパクトファイナンスには様々な投融資手法やアセットクラスがあり得るが、それらに共通する基本的な流れを下図のよう

に整理した。すなわち金融機関や投資家は投資前にインパクトを特定して事前評価を行い、投融資の実行後に事後評価としてモニタリングを継続し、情報開示を行うというものである。

図2-1-1 インパクトファイナンスの基本的流れ



出所: 環境省 (2020) 『インパクトファイナンスの基本的考え方』 11頁より抜粋

## 2. インパクトファイナンスの類型

タスクフォースの議論を通して明らかになったことの一つは、インパクトファイナンスという概念の幅の広さである。報告書ではそれを「企業の多様なインパクトを包括的に把握するもの」と「プロジェクトやファンドベース等で特定のポジティブインパクトを狙いにいくもの」という2つに類型化している。

特定の社会課題の解決を直接的なミッションとする未上場企業への投融資は、最も分かりやすいインパクトファイナンスのイメージだろう。だがそれだけでは市場規模の拡大は難しい。そこに登場したのが上場株式を対象にしたインパクト投資ファンドだが、多様な事業を営む上場企業への投資では、インパクトを包括的に把握する必要がある。

さらにUNEP FIが2019年に公表した責任銀行原則 (PRB) では、原則2で「銀行の活動、商品、サービスから生じる人や環境へのリスクを管理し、ネガティブなインパクトを削減しつつ、ポジティブなインパクトを継続的に増加させる」と述べている。ここでは投融資のインパクトの全体が問題となる。

多くの関係者はインパクトファイナンスを金融の主流に育てたいと考えているはずだ。では主流化とは何を意味するのか。インパクトファイナンスを特定の投融資商品と捉え、その市場が一定規模に育つことを「主流化」と考えるのか。それとも、あらゆる投融資が必ず何らかのインパクトを持つ以上、すべての投融資でそれを考慮すべきと考えるのか。どちらも重要だが、異なる立場があることは理解しておく必要があるだろう。

## 3. 今後の展望と課題

ポジティブインパクトファイナンスタスクフォースは引き続き「グリーンインパクト評価ガイド」の策定を目指して活動しており、2021年前半には公表の予定である。一方、同タスクフォースとは別に、2020年6月から金融庁とGSG国内諮問委員会が共催で「インパクト投資に関する勉強会」を始めている。こちらは約2か月半に1回のペースで開催され、すでに3回開催された。設立当初の委員はインパクト投資に関わる実務家を中心に35名、オブザーバーを含めると毎回100名近い参加者を集めている。実務においても、PE型のインパクト投資の実践に加え、上場株式型のインパクト投資ファンドの組成も進んでいることから、今後、インパクトファイナンス/インパクト投資への関心はますます高まっていくものと思われる。

課題はインパクトファイナンスの質の維持にある。自己申告でインパクトファイナンスを名乗れる以上、それが実際にポジティブインパクトを生んでいるかどうかの問題になる。ではどのような仕組みで質の維持を図るのか。十分な情報開示を基に市場からのチェックメカニズムが働くことが理想だが、そのためにはインパクトの評価が適切に行われることが前提になる。多様な社会課題や環境課題がある中、インパクトを適切に評価するとは何をすることなのか。インパクト評価の方法論の進化が今後の課題である。

[筆者はポジティブインパクトファイナンスタスクフォースとインパクト投資に関する勉強会の座長を務めているが、本稿はいずれの立場を代表するものでなく、意見にわたる部分はすべて個人的見解である。]

水口 剛

## ② COVID-19が投資家に与えた影響

本章はJSIF法人プレミアム会員の運用会社に寄稿を募り、ご執筆いただいたものである。依頼の際に以下3点を踏まえてご執筆いただきたい旨、お伝えしている。

1. COVID-19によってこれまで以上に重要になったESGの論点は何か？ 投資対象・方針の変更（ソーシャルボンドへの投資等）、具体的なエンゲージメントの課題（社員の安全や健康、働き方等）や議決権行使といった事例等も含めて。
2. COVID-19によって運用哲学・方針、サステナブル投資への取り組みの再検討や見直しは行われたか？（行う予定か）。
3. 今後の日本に影響を与えそうな重要な課題は何か？

### 三井住友トラスト・アセットマネジメント株式会社

#### 1. COVID-19によってこれまで以上に重要になったESGの論点は何か？

COVID-19による行動制限は、様々な経済活動主体に厳しい現実を突きつけており、医療や貧困を含めた様々な社会課題を世界規模で一層クローズアップさせています。その一方、コロナ禍はリモートワークなどの新しい働き方や新しい生活様式、数年はかかると思われていた変化、しかも元に戻らない「不可逆な変化」を一瞬で実現させています。これらは企業に新たな価値を提供する機会を創出しており、変化に対応して商品・サービスを提供できる企業は社会的価値と経済的価値の両方を高めることができると考えています。コロナ以前のESGはダウンサイドリスクの側面を捉えた投資手法が中心でしたが、ポストコロナ時代のESGは、S（社会）の位置づけが高まるとともに、アップサイドポテンシャルへの着眼が増加し、社会課題の解決と経済的リターンの両立が可能な企業を応援するESG投資スタイルが存在感を増してくると考えています。

なお、COVID-19拡大を契機として、医療問題の中でも薬剤耐性（AMR）菌感染症がS（社会）に関する新たなテーマとしてクローズアップされ始めています。薬剤耐性菌感染症とは、抗生物質を使い続けると細菌の薬に対する抵抗力が高くなり薬が効かなくなることにより発生するものです。この感染症により年間約70万人が亡くなっており、このまま対策を取らないとさらに拡大すると言われてしています。これは単なる

医療問題ではなく、抗生剤を過剰使用する畜産・漁業も関連しています。そこで、当社は、医薬品アクセスに関する活動を行っているAccess to Medicineと、プロテイン食品のサプライチェーンに関する活動を行っているFAIRRと協働で、AMR対策の協働エンゲージメントイニシアティブ（Investor Action on Antimicrobial Resistance）を立ち上げました。今後、対象企業へのエンゲージメントを開始する計画です。

#### 2. COVID-19によって運用哲学・方針、サステナブル投資への取り組みの再検討や見直しは行われたか？

当社のESG活動は、①ESGに精通したスチュワードシップ推進部の専門家と企業・産業に精通したリサーチ運用部のアナリストが協働でESG課題の深掘りをしていること、②数多くの国際イニシアチブに早くから参画して海外の先進的なESG活動を取り入れていること、③日本をヘッドクォーターとして英国・米国拠点でも専任者が活動しておりグローバルでのESGリサーチ、エンゲージメントが可能であるなど、日本有数の充実した体制を構築していることが強みと考えています。

COVID-19による運用哲学・方針などの見直しなどはありませんが、このような状況下、ESG活動に関する当社の強みを活かすべく、ESG商品のラインアップ強化を進めています。2019年、日本株式インパクト投資を、2021年に入りグローバル株式インパクト投資を自己資金で立ち上げて運用を開始しました。「中長期にわたる社会課題の解決と事業の方向性が重なり、経営陣が課題解決にコミットする企業」に集中投資するファンドで、より具体的に社会課題解決に貢献する企業に投資することで、社会課題の解決と経済的リターンの両立を目指す方針です。

#### 3. 今後の日本に影響を与えそうな重要な課題は何か？

気候変動問題は当社が注力するESG活動の大きなテーマの一つであり、同問題に積極的に対応することが中長期的な企業の存続と成長に向けて必要不可欠であると考えています。当社は、2006年のPRI署名後の早い段階からPRIのワーキンググループでリードマネージャーを担い、これを皮切りに現在に至るまで様々な国際イニシアチブに参加しています。これら国際イニシアチブでは、海外のアセットオーナーや運用会社と協働するとともに、日本の運用会社としての意見を申し上げ、その一方

で海外の先進的なESG活動を積極的に取り込む努力をしています。最近ではPRI活動の一環として、①アマゾン川流域の環境保全のためにブラジル政府との対話にアジアから唯一参加、②森林保全のための活動として、森林破壊を加速させる可能性がある一括改訂法案を可決したインドネシア政府(同国駐日大使館)とエンゲージメントを実施しました。また、Climate Action100+においては、世界各地の代表10名で構成されるステアリング・コミティにも参画しています。一方、様々な国際イニシアチブへの参加を通して、グローバルなアプローチとローカルなアプローチとのギャップも分かりつつあり、コロナ禍でそれがさらに顕在化している部分もあります。当社は日本の運用会社としてグローバルな場に出ていき、しっかりと対話する立場を維持し続ける必要があると考えています。

菅首相は、2020年10月26日の所信表明演説で「2050年までに温室効果ガス排出量をネットゼロにする」との発表をしました。日本政府はこれまで「2050年に80%削減」としてきましたが、それに明確な年限を示しネットゼロにまで踏み込んだという点で国際的にも高く評価されています。当社はグローバルな活動で培った知見を活かし、日本における気候変動関連エンゲージメント活動を推進する方針です。

三井住友トラスト・アセットマネジメント  
スチュワードシップ推進部

## ニッセイアセットマネジメント株式会社

ESG分析における従業員エンゲージメントの重要性の高まり

### 1. COVID-19で差が際立つESGパフォーマンス

ESGに取り組むことは企業の持続的成長に不可欠だという考え方が広がる一方、ESGは企業にとって追加的なコストだという考え方も根強い。ESGに懐疑的な立場を取る人の多くは、パンデミックによって業績悪化が懸念される中企業の取り組みにブレーキがかかり、ESGへの世の中への関心も薄れると見ていたようだが、ふたを開けてみると世界は真逆の方向に向かっている。ESGに熱心に取り組んできた企業の多くは、コロナ禍でもESGへの取り組みをさらに加速させており、株式市場の評価にもこれまで以上に差が付くように

なってきた。ニッセイアセットマネジメント(以下、ニッセイアセット)が独自に付与している日本企業のESGレーティングごとの株価パフォーマンスにもそれが表れている。従前よりESGレーティングと株価パフォーマンスにはプラスの関係が見られていたが(図2-2-1左)、COVID-19が報道されるようになった2020年1月以降、プラスの関係がより際立って見える(図2-2-1右)。

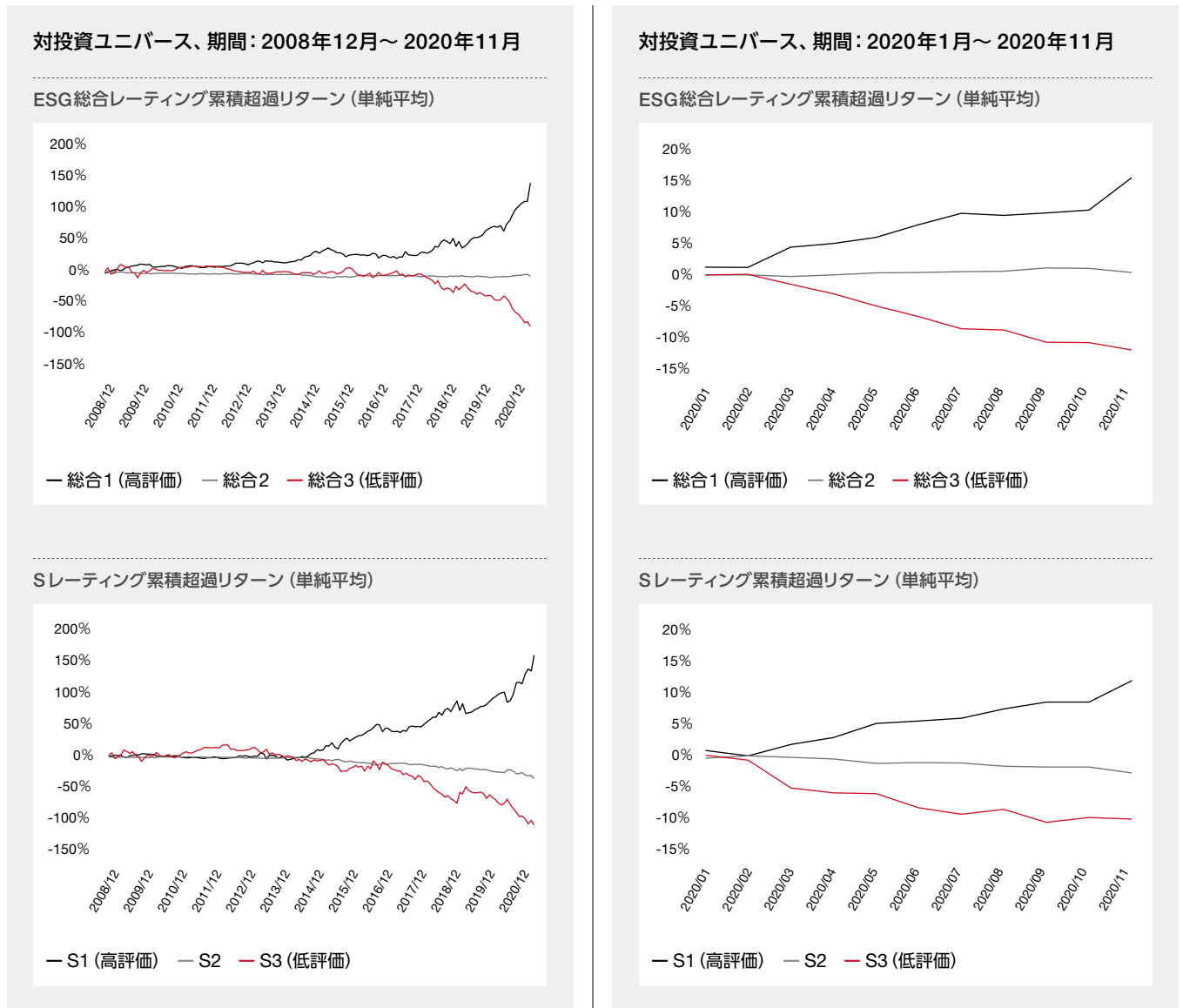
ニッセイアセットでは2008年より、企業価値向上に資するESGの取り組みを独自に分析し、成長の源泉となる土台が強固かを見極めることで、企業の持続的な成長(サステナビリティ)の把握に努めてきた。ESG評価が高い企業、すなわち土台がしっかりしている企業は、社会的な変化への適応力が高く悪影響を受けにくい。COVID-19は、ESGを経営の根幹に据え本気で取り組んできた企業と、表面的に取り組んできた企業の違いを、いみじくも浮き彫りにした。

### 2. COVID-19によって従業員エンゲージメントの重要性が高まっている

ESGパフォーマンスを大きく左右する要素の一つが、社会(S)の評価である。ここで重要なキーワードの一つに「従業員エンゲージメント」がある。従業員満足と混同されがちだが、ここで意味するのは「企業が目指す姿や方向性を、従業員が理解・共感し、その達成に向けて自発的に貢献しようという意識を持っていること\*」である。社会全体がニューノーマルを模索する中、企業がスピード感を持って変化に対応するためには、経営者が大きな方針を示しつつ、従業員が自発的・主体的に取り組むことが何より重要だ。テレワークの普及により、対面によるコミュニケーションが減少している。オフィスで共に働くという経験が失われ、従業員の帰属意識が薄れる中、従業員のモチベーションをいかに高めるかが重要な課題となっている。

\*ウイリス・タワーズワトソン「エンゲージメント:back to basics! ~この10年間、従業員意識調査の焦点はなぜ「エンゲージメント」なのか?~」

図2-2-1 日本企業のESGレーティングと株価パフォーマンス



注：累積超過リターンは対投資ユニバース（単純平均により計算）。ニッセイアセットのESG評価は高い順に1、2、3の原則3段階評価になります。記載したデータは過去の試算結果を示したもので、市場環境によって変動し得るものであり、将来の利回りを保証するものではありません。  
 出所：東証のデータを基にニッセイアセットマネジメント作成

### 3.従業員エンゲージメントを高めるには

従業員エンゲージメントを高めるために重要なのは、経営トップが従業員エンゲージメントの重要性を認識し、強いコミットメントの下、従業員エンゲージメントを経営戦略として捉えることである。また、経営理念や目指すべき企業像を従業員一人ひとりに浸透させ、従業員の主体的な行動を促すことが必要である。

例えば、インターネットサイトの運営等を手掛けるある企業は、自社の掲げる理念に共感する人物のみに徹底的に拘って採用しているほか、経営者自ら営業会議等に出席して、理念に基づいた事業運営を従業員に徹底している。実際に同社では、インターネットを活用した新規ビジネスが次々と展開されており、従業員エンゲージメントの高さが成長の源泉の一つとなっていることがうかがえる。

企業の中にはCHRO(最高人事責任者)を設ける企業も出てきている。従業員エンゲージメントの重要性に対する企業の意識は着実に高まってきている。

### 4.おわりに

近年ESGが普及してきたが、ESGを一過性のブームで終わらせないためには、運用パフォーマンスを意識することは企業・投資家双方にとって重要である。そして運用パフォーマンスを高める鍵の一つが従業員エンゲージメントである。COVID-19によって従業員エンゲージメントの重要性がますます高まっている。投資家として、企業の経営戦略や事業環境等も踏まえつつ、企業価値向上につながる企業の人材戦略を今後も見極めていきたい。

伊豫田 拓也

### アセットマネジメントOne株式会社

2020年の春先から顕在化したCOVID-19の拡大は依然として収束しておらず、経済と社会両面において深刻な影響をもたらしています。そして、私たちは今もなお感染抑制と経済活動の両立を模索しながら、この危機がもたらす新しい社会に移行するという難しい課題を抱えています。

このような中、アセットマネジメントOneは機関投資家として課せられたスチュワードシップ責任を果たすべく、5月初旬に「COVID-19感染拡大の影響を踏まえた当社のスチュワードシップの活動について」を発表しました。これは「危機対応及び収束に向けた視点」と「危機収束後を見据えた中長期的な視点」に分け、短期、中長期それぞれの観点で今後のスチュワードシップ活動の考え方を整理したものです。

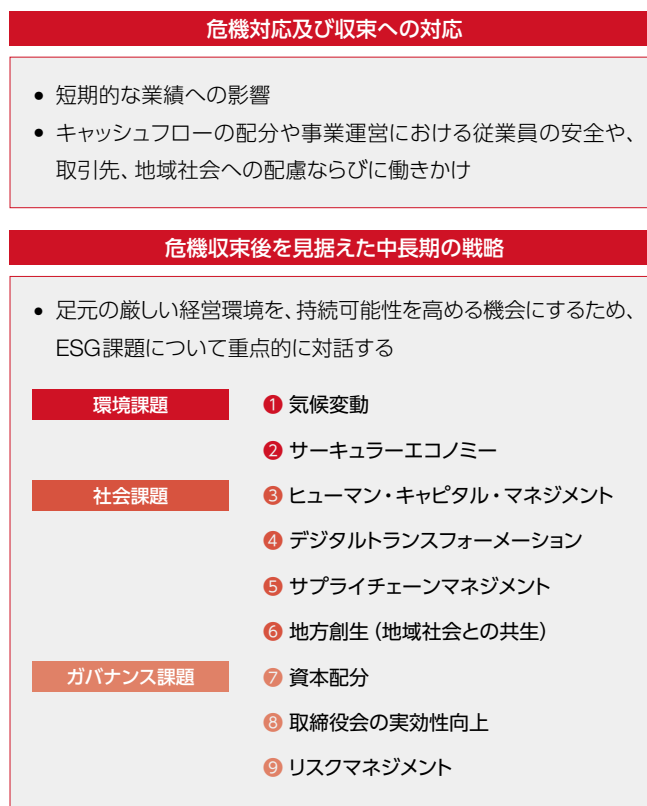
この考え方の下、投資先企業に顧客、従業員、社会に配慮した事業運営を促し、それを可能にする財務的な運営をサポートするために、エンゲージメントでこの危機による企業の影響度を確認しながら、業績基準が関連する資本配分や取締役選任議案を中心に、議案判断基準の弾力的な運用を行いました。このように短期的な対応としては、ガバナンスの対話や議決権での対応が中心となってきましたが、今後のウィズコロナやポストコロナの環境下でより重要となってくるのは、環境や社会課題への働きかけであると考えています。

2020年3月に金融庁が改訂したスチュワードシップ・コードの指針にはガバナンスだけではなく、環境や社会への考慮が明記されました。様々なステークホルダーに配慮したレジリエンスの高いサプライチェーンの構築、多様性に富み、柔軟性のある働き方への変革、さらにこれらを可能にするITの積極的な活用は、COVID-19感染拡大の中で問いかけられたテーマであり、少子高齢化が加速する日本企業のサステナビリティを考える上で優先度の高い取り組み課題です。私たちは気候変動など重要度が増している環境課題と共に、ヒューマンキャピタルマネジメントやサプライチェーン、デジタルトランスフォーメーション(DX)などの社会課題のエンゲージメントにも一段と注力する方針です。

アセットマネジメントOneは、このような環境や社会課題への取り組みを加速するための体制として、これまでスチュワードシップ活動を担ってきた責任投資グループに加え、運用部門にサステナビリティインベストメントチーム (SIT) を新設しました。また、運用会社としてのコーポレートサステナビリティを推進する組織としてサステナビリティ推進室を設置しました。SITは、環境や社会課題を含む企業のサステナビリティの取り組みが超過収益上の源泉となるかのリサーチを実施し、投資を行います。サステナビリティ推進室の役割は、事業活動にサステナビリティの視点を入れながら、資産運用を通じて環境・社会にポジティブなインパクトを与えるために社内外の効果的な連携を促進すると同時に、様々なステークホルダーと効果的なコミュニケーションを行うことです。このような運用部門とコーポレート部門が有機的に連携し、サステナビリティの取り組みが全社的な広がりを見せることで、当社の環境、社会課題への取り組みが一段と力強いものになると確信しています。

(これまでの取り組みの内容を、スチュワードシップレポート2020/2021に掲載しています。  
<http://www.am-one.co.jp/img/company/36/stewardshipreports2020-2021.pdf>)

図2-2-2



アセットマネジメントOneは、2020年12月11日に新しく発足したグローバルの資産運用会社によるイニシアチブ「Net Zero Asset Managers initiative」に参画しました。パリ協定の目標を達成するために、世界の平均気温の上昇を産業革命以前に比べて2℃より十分低く保ち、1.5℃に抑える努力をするという世界的な取り組みに沿って、2050年までに温室効果ガスの排出量をネット・ゼロにするという目標を支援することをコミットするものです。

気候変動による影響は様々な領域で顕在化しており、世界的なネット・ゼロ・エミッションへの移行を加速させるため、資産運用会社が果たす役割は大きいと認識しています。

当社は、これまでエンゲージメントを通じて投資先企業の脱炭素社会に対応したビジネスモデルへのトランジションを促進してきました。本イニシアチブへの参画を機に、お客さまや関係諸機関との連携を緊密にし、日本の運用会社としてネット・ゼロ・エミッションへの移行を促進することで、お客さまへの受託者責任を適切に果たしていきます。

寺沢 徹

## アクサ・インベストメント・マネージャーズ株式会社

### COVID-19、責任投資の潮流を加速させ、気候変動対策の投資機会を拡大

2020年は当初、責任投資に関連して来る低炭素社会への「移行期の10年」の幕開け一色に染まると目されていました。世界経済に大打撃を与えたCOVID-19パンデミック（世界的感染拡大）は、脱炭素社会への移行を滞らせるのではと危惧された時期もありましたが、責任投資の潮流をかえって後押しする結果となりました。

COVID-19の影響に関して当社が達した重要な結論は、ESGテーマに関する当社の確信は今回の危機でこれまで以上に強くなったということです。当社はかねて気候変動、生物多様性、人的資本管理、ジェンダー不平等、公衆衛生、コーポレートガバナンスに関する調査やエンゲージメントを推進しており、COVID-19が産業界や当社の運用手法に及ぼし得る変化を探る際にも、こうした取り組みを活かすことができました。例えば、コロナ債、都市封鎖（ロックダウン）中の炭素排出量、市場下落時におけるESGリーダー企業の強靭性（ESG出遅れ企業との比較）、といった調査の実施が挙げられます。こういった調査は、企業のサステナビリティを実地で検証する機会となりました。

さらに運用業界に対し、「グリーン・リカバリー（環境に配慮した復興）」実現への貢献を呼び掛け、コロナ禍に対する回復力構築と将来に向けたサステナブルな事業確立の両方を支える新たな金融商品の開発検討を働きかける機会ともなりました。

当社は、一運用機関として低炭素社会への移行に真摯に取り組んでいます。当社は OECD 加盟国では2020年代の終盤までに、そして世界の他の国々では2040年までに、すべての石炭投融資からの撤退を誓約しています。

### サステナブル投資のレベルを引き上げることが不可欠

当社は投資家として、気候変動対策に関しては時間の猶予がないことを理解しています。現在進行中のエネルギーの構造的移行を考えると、これまで以上に低炭素ソリューションを長期的展望で捉える必要があります。当社はサステナブルな投資家として、気候変動関連リスクを管理しつつ、エネルギー移行がもたらす投資機会も活用します。

当社の経験では、気候変動への対応に先んじている企業は、後れを取っている同業他社に比べてはるかに高い回復力を示してきました。企業と投資家の双方が変革の必要性を理解し、世界の潮流がこれを支持しています。

個人投資家や企業は、サステナブル投資ソリューションを模索しています。COVID-19と気候変動の双方に関連した不透明な市場環境を切り抜けるのに必要な強靭性に注目した戦略が注目されています。以前のESG投資はどちらかというリスク軽減のための戦略でしたが、今日では、特に気候変動関連ユニバースにおいては投資機会を掴む戦略でもあります。投資家の長期的な投資目標は実質的に、喫緊の気候変動対策と整合しています。

### グリーンボンド市場にポジティブな見通し

債券・ローン関連では、COVID-19危機の当初に席卷した、グリーンプロジェクト融資が著しく減速するのではないかという危惧は杞憂に終わりました。2020年はこれまでに、欧州連合（EU）がグリーン・イニシアチブに特化したおよそ5,500億ユーロ（約68兆円）にわたる復興対策を発表しましたが、気候変動に対する単独の取り組みとしては空前の規模となりました。

COVID-19危機でも気候変動問題は忘れられたわけではなく、その脅威に対処する計画が加速すると考えます。債券は利払いに加えて元本をある時点で償還する必要があるため、債券自体が十分にサステナブル（償還まで持続可能）である必要があります。このことは、気候変動との闘いをミッションとして、再生可能エネルギー、グリーンビル、及び生物多様性の維持に向けたプロジェクトに投資する必要があることを意味します。現在実施中の復興計画はすべてこれらの要素を考慮に入れており、これは非常にポジティブです。

グリーンボンド市場には近年、新たな発行体や案件が続々登場し、堅調な伸びを示しています。気候債券イニシアチブのデータでは、2019年のグリーンボンドの起債額は前年の1,712億ドルから50%超の2,589億ドルと最高記録を更新し、発行体の数は347から506となりました。グリーンボンド市場は順調に拡大しており、2021年には全体の市場規模は1兆ドルに達すると当社は予想しています。

### 日本のテクノロジー面での世界への貢献に期待

菅義偉首相の温室効果ガス排出量ゼロ宣言など、パリ協定の脱炭素化に向けた様々な動きの中で、日本の役割は極めて重要だと当社は考えています。また、日本の金融機関や官庁のサステナブルファイナンスへの取り組みは真剣になってきており、数年前の欧州に似ています。特に当社は、日本の環境テクノロジー面での各種貢献に期待しています。

一方、当社では、日本企業に対してジェンダー・ダイバーシティ促進に関するエンゲージメントを継続しており、進展状況を確認しています。安倍晋三前首相は「ウーマノミクス」計画で男女平等を掲げて各種政策を導入し、菅義偉現首相はこの政策を継続しています。それでも、依然として多くの女性の就業チャンスが不定期・パートタイムなどの雇用形態であり、女性の幹部登用も限定的です。当社では、日本企業に対しても、議決権行使などの手段を使いながら状況の改善を促しています。

# ③ エンゲージメントとスチュワードシップ

## 1. コーポレートガバナンス改革の進展

日本におけるコーポレートガバナンスは、2012年12月にスタートした第二次安倍政権下で大きく進展した。2013年6月にアベノミクス三本の矢の3番目の矢である成長戦略として、諮問機関である「産業競争力会議」が取りまとめ、閣議決定された「日本再興戦略～JAPAN is BACK～」が発表され、その中でいわゆるコーポレートガバナンス改革が取り上げられたのが改革の始まりである。機関投資家向けの「スチュワードシップ・コード」と上場企業向けの「コーポレートガバナンス・コード」の2つのコードが策定、施行されたことなどからコーポレートガバナンスは安倍政権の政策の目玉として注目されるようになった。日本の年金制度の一階部分について広く運用・管理を行う年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)のPRI署名やJPX日経インデックス400指数の開発もコーポレートガバナンス改革の一環である。また、社外取締役の導入が進むなど、それまで長く足踏み状態と言われてきた日本のコーポレートガバナンスは2013年以降大きく進展し、国内\*のみならず海外においてもこの変化が

広く認識される状況となった。2つのコードは定期的に見直しがなされ、2020年にはスチュワードシップ・コードが改訂、2021年にはコーポレートガバナンス・コードの改訂が予定されている。

「日本再興戦略」と「産業競争力会議」はその後、少しずつ形や名称を変え、現在まで続いている。2016年9月には産業競争力会議を改組・発展させた「未来投資会議」が新設され、2017年6月には日本再興戦略ではなく「未来投資戦略2017～Society 5.0の実現に向けた改革」が公表された。2020年7月に「成長戦略実行計画」が閣議決定され、「未来投資会議」は廃止となり、「成長戦略会議」が発足した。9月に菅政権が発足した後も枠組みは続いている。具体的には2つのコードの進化・普及に加えて、証券取引所の市場区分変更、社外取締役の機能強化、バーチャルオンリー型株主総会の導入検討等が予定されている。

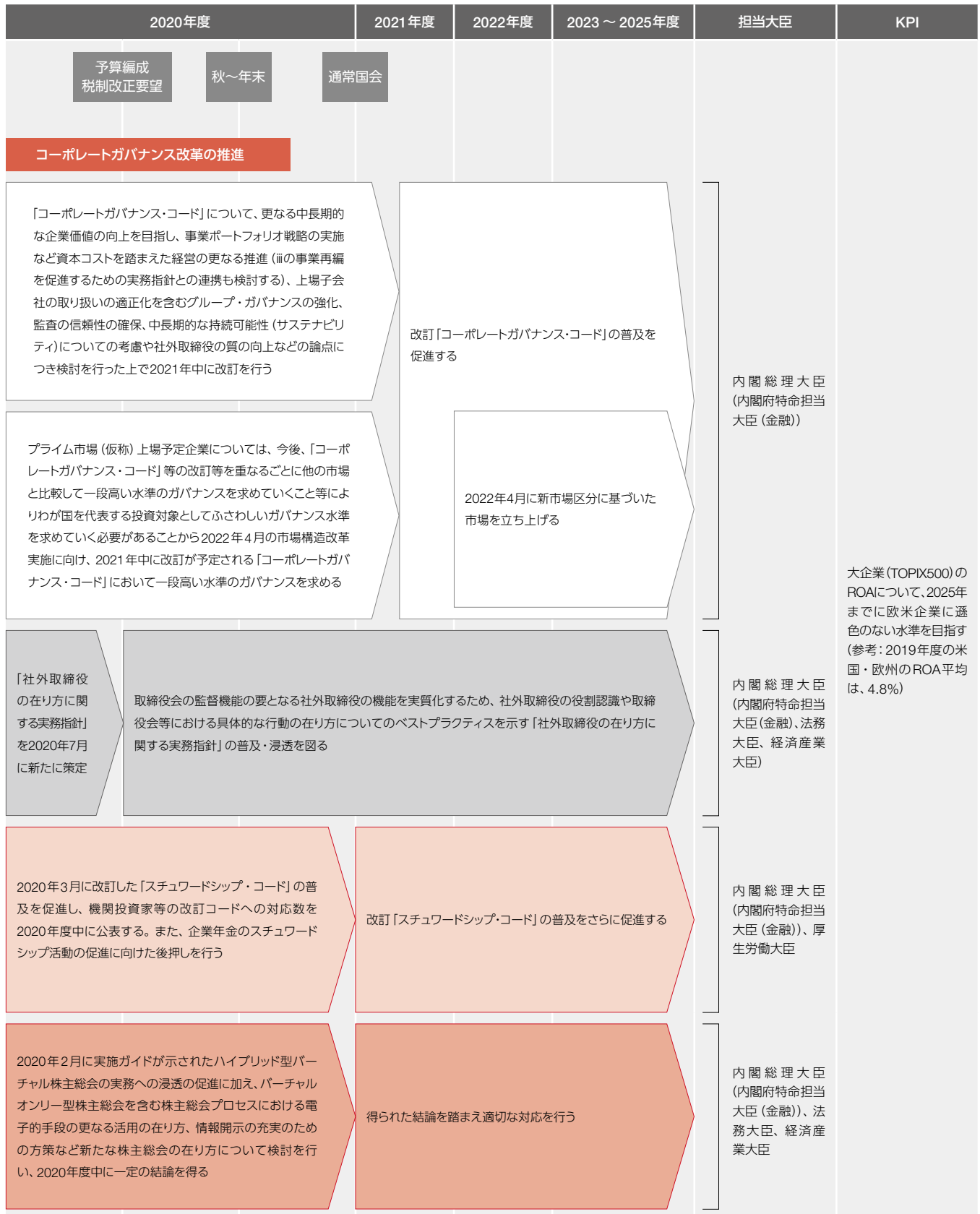
※最新のスチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コードはそれぞれ以下参照  
<https://www.fsa.go.jp/news/r1/singi/20200324/01.pdf>  
<https://www.jpjx.co.jp/news/1020/nlsgeu000000xbfx-att/nlsgeu0000034q1.pdf>

図2-3-1 主要コーポレートガバナンス施策と関連の動き

機関投資家	政府関係・取引所	アセットオーナー	助言会社
2013年	日本再興戦略～JAPAN is BACK～		ISS 社外取締役1名基準適用
2014年	スチュワードシップ・コード導入 伊藤レポート	GPIF 運用機関の見直し “特徴あるアクティブ運用機関の選定”	
2015年	コーポレートガバナンス・コード	GPIF PRIに署名	ISS ROE基準適用
2016年		GPIF 30% Club加盟	ISS 社外取締役2名基準適用
2017年 個別開示開始 ガイドライン通りの判断	スチュワードシップ・コード改訂 価値協創ガイドランス	GRIF ESGインデックス投資開始	
2018年	コーポレートガバナンス・コード改訂 投資家と企業の対話ガイドライン策定	GPIF Climate Action 100+ 参加、TCFD賛同	
2019年	開示府令改正(政策保有株式、役員報酬等) グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針 会社法改正(社外取締役義務化、株主提案制限)	GPIF 運用機関評価において、「ESGインテグレーション」の実施状況の項目を追加	GL 女性役員基準適用 ISS 社外取締役1/3基準適用 (監査等、指名委等)
2020年 COVID-19の影響もあり 定性判断が増加	スチュワードシップ・コード再改訂 事業再編実務指針、 社外取締役の在り方実務指針	GPIF 運用機関のモニタリング継続・強化 (スチュワードシップ・コード、ESG)	ISS 独立性基準厳格化 (政策保有先出身者)
2021年 定性判断が継続・浸透?	東証市場区分の見直し コーポレートガバナンス・コード再改訂		GL 政策保有株式基準適用
2022年～			ISS 政策保有株式基準、 社外取締役1/3基準適用

出所：首相官邸・GPIF・日本証券取引所の各ウェブサイト、各種報道等より日本シェアホルダーサービス(JSS)作成

図2-3-2 コーポレートガバナンス改革の推進



出所:首相官邸「令和2年度革新的事業活動に関する実行計画」 <https://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/pdf/ps2020.pdf>

## 2. エンゲージメントの動向

コーポレートガバナンス改革の進展と共に、機関投資家と企業の対話、いわゆるエンゲージメントは増加している。当初の話題はコーポレートガバナンス関連の課題が中心であったが、2015年11～12月にパリで開催された国連気候変動枠組条約第21回締約国会議(COP21)においてパリ協定が締結されたこと、その後各国の中央銀行等の会議体である「金融安定理事会

(FSB)」傘下の「気候関連財務情報開示タスクフォース(TCFD)」が、気候変動が金融の安定に重要であると認めて以降、気候・環境問題に関する対話も増えている。ここ1～2年では労働問題、人権問題等の社会問題についてもエンゲージメントが行われるようになってきている。このような動きを受けて、企業側も情報開示を進めている。下記は金融庁が公表した開示の好事例をまとめたものである。

図2-3-3 ESG開示の好事例(有価証券報告書/統合報告書)

No.	証券コード	会社名	注目項目	ポイント
1	2802	味の素	-	<ul style="list-style-type: none"> <li>ESG関連指標を定量的に記載</li> <li>ESG課題について、その解決策や目標を経営戦略と関連づけて記載</li> <li>社会に関する非財務目標について、事業に関連する会社独自の指標を設定して記載</li> </ul>
2	8252	丸井グループ	SDGs	<ul style="list-style-type: none"> <li>SDGsについて、自社の経営方針を踏まえ、経営戦略と関連づけて記載</li> </ul>
			気候	<ul style="list-style-type: none"> <li>気候変動に対する基本方針等を検討・審議する組織体制について記載</li> <li>気候変動による財務影響について、その算定の前提条件を記載し、定量的に記載</li> <li>気候変動のリスク及び機会について、その内容を記載するとともに、損益影響額についても記載</li> <li>気候変動に関する指標や目標について具体的に記載</li> </ul>
			-	<ul style="list-style-type: none"> <li>重点取り組みについて、定量的な目標や実績を踏まえながら具体的に記載</li> </ul>
3	8031	三井物産	SDGs	<ul style="list-style-type: none"> <li>経営理念と中長期的視点で事業戦略上重要な課題(マテリアリティ)の関連性について記載するとともに、「サステナビリティ経営/ESGの進化」を経営戦略の中に位置づけて記載</li> </ul>
			人材	<ul style="list-style-type: none"> <li>財務戦略について、エネルギーソリューションなど新たな収益の柱となる事業と既存事業への資金配分について図示しながら平易に記載</li> <li>人材戦略を経営戦略の一つと位置づけた上で、事業経営力強化と持続的な競争力維持を実現するための具体的な施策を記載</li> </ul>
			気候	<ul style="list-style-type: none"> <li>気候変動への対応について、具体的な目標を図示しながら平易に記載</li> </ul>
4	1812	鹿島建設	SDGs	<ul style="list-style-type: none"> <li>持続的な成長の実現に向け特定したマテリアリティと経営環境との関連性を図示しながら平易に記載</li> <li>重要課題についての対応方法について記載</li> </ul>
5	6754	アンリツ	多様性	<ul style="list-style-type: none"> <li>サステナビリティ推進活動やダイバーシティ推進等について、経営戦略と関連づけて記載</li> <li>ジェンダーについて具体的な取り組みを記載(特に女性従業員比率や女性幹部職登用率については、リージョンごとの実績値を記載)</li> </ul>
6	9005	東急	多様性	<ul style="list-style-type: none"> <li>ダイバーシティマネジメントと経営理念や経営戦略を関連づけて記載</li> <li>女性管理職や男性育児休業取得率の目標値を示すとともに、これらの現在の実績値を記載</li> </ul>
7	5332	TOTO	多様性	<ul style="list-style-type: none"> <li>SDGsについて、自社の経営環境を踏まえ、経営戦略と関連づけて記載</li> <li>グローバルで取り組む「きれいと快適」、「環境」、「人とのつながり」の3つのテーマにおいて、取り組みとその具体的な目標値を記載するとともに、現在の実績値についても記載</li> </ul>
8	3407	旭化成	多様性/ DX	<ul style="list-style-type: none"> <li>全社戦略としてデジタルトランスフォーメーションの推進や従業員が活躍できる基礎づくり等の対策を記載</li> <li>全社戦略に加え、セグメントごとに経営環境を踏まえた経営課題を記載し、これに対するサステナビリティの観点から踏まえた経営方針及び経営戦略を具体的に記載</li> </ul>
				<ul style="list-style-type: none"> <li>SDGsについて、自社の経営環境を踏まえ、経営戦略と関連づけて記載</li> <li>各セグメントのサステナビリティにおけるテーマを記載</li> <li>価値提供注力分野に関する事業のポジショニング分析・評価方法について具体的に記載</li> </ul>

経営方針、  
経営環境  
及び対処  
すべき課  
題等

事業等の リスク	9	2802	味の素	SDGs	<ul style="list-style-type: none"> <li>・重要な経営リスクについて、機会の観点も含めて記載</li> <li>・重要な経営リスクとSDGsとの関連性について記載するとともに、経営戦略に与える影響を記載し、その影響の程度や発生すると想定している時期、前年度からの重要度の変化について記載</li> </ul>
	10	3086	J.フロント リテイリング	気候	<ul style="list-style-type: none"> <li>・環境課題に対する組織体制について図示しながら、各会議体の検討事項や開催頻度を含めて具体的に記載</li> <li>・リスク管理方法について図示しながら平易に記載</li> <li>・重要度マテリアリティである「低炭素社会への貢献」については、リスクと機会を1.5～2℃未満シナリオと3℃シナリオに分けて、参照した既存シナリオを含め具体的に記載するとともに、それぞれのリスクが財務に与える影響の程度について記載</li> <li>・シナリオ分析から把握した重要なパラメーター（炭素税や再エネ由来の電気料金）について、1.5～2℃未満シナリオと3℃シナリオのそれぞれの財務影響を定量的に記載</li> <li>・財務影響を算定するにあたり用いた前提条件、結果を踏まえた今後の取り組みを具体的に（目標達成年度と内容）に記載</li> </ul>
役員 報酬等	11	2802	味の素	-	<ul style="list-style-type: none"> <li>・新中計で掲げた非財務目標（従業員エンゲージメント、ESG目標）を中期業績連動型株式報酬の評価指標に関連づけて記載</li> </ul>
統合 報告書	12	4183	三井化学	経営者	<ul style="list-style-type: none"> <li>・CEOメッセージとして、経営者が考えるサステナビリティマネジメントや気候変動への対応について具体的に記載</li> </ul>
	13	2503	キリンHD	経営者	<ul style="list-style-type: none"> <li>・トップメッセージとして、経営者が考えるサステナビリティの課題とそれを踏まえた経営戦略について具体的に記載</li> </ul>
	14	5411	JFE HD	気候	<ul style="list-style-type: none"> <li>・TCFDの枠組みに基づき、設定したシナリオの内容や各シナリオの分析結果について具体的に記載</li> <li>・シナリオ分析結果に基づき自社にとって重要な要因を特定し、その対応策を具体的に記載</li> </ul>

(注) 注目項目 (特に好事例として注目した項目)

SDGs: SDGsと事業との関係性に関する開示、多様性: ダイバーシティの推進に関する開示、気候: 気候変動に関する開示、人材: 人材育成・人材投資に関する開示

DX: デジタルトランスフォーメーションに関する開示、経営者: 経営者メッセージに関する開示

出所: 金融庁「記述情報の開示の好事例集 2020」

https://www.fsa.go.jp/news/r2/singi/20201106/01.pdf よりJSS作成

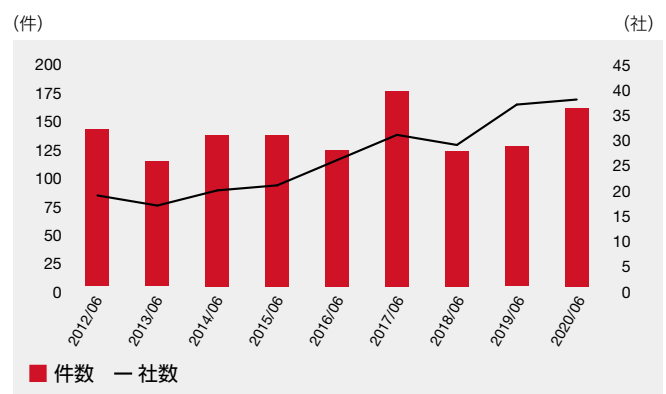
### 3. 日本における ESG 関連株主提案動向

会社法303条2項、305条1項の規定により、株主は総議決権の1%以上の議決権または300個以上の議決権を6か月以上前から保有していれば、企業に対して株主として株主総会議案を提出することができる。いわゆる株主提案である。提案者は必ずしも1名である必要はなく、複数の株主が集まって上記の条件を満たすことで提案を行うことも可能である。ただし、株主総会議案事項は会社法で定められている点には注意を要する。例えば原子力発電設備の廃止については会社法に定められている決議事項ではないため、事業目的の変更という建て付けで「定款変更」議案の形を取るようになる。定款変更議案は、可決にあたって事前提出を含む出席議決権数の3分の2以上の賛成が必須の特別決議議案である。配当の金額等に係る剰余金処分議案や取締役・監査役の選任議案は過半数の賛成で可決する普通決議議案である。特別決議の必要な議案が可決することはほとんどないと言えるが、ここ数年普通決議として提出された株主提案が可決されることも散見されるようになってきた。

なお、米国の株主提案の多くは賛成多数であっても取締役会が拒否することのできる非拘束 (non-binding) 議案であるが、日本においてはすべての株主総会議案が法的拘束力を持つという点には注意を要する。

株主提案を受ける企業の数はこちら数年右肩上がりに増えてきた。

図2-3-4 株主提案の推移  
(2020年6月に株主総会を開催した東証1部企業)



注: 取締役選解任は1件とカウント (候補者人数はカウントしていない)

出所: QUICK、Bloomberg、会社四季報、各社開示資料等よりJSS作成

1990年代までは原発の廃止や労働組合関連のいわゆる「運動型株主」からの株主提案が大半であったが、2000年前後からいわゆるアクティビストファンドなどの「もの言う株主」からの提

案が増えている。このほかには社内の内紛などに由来する株主提案もある。2019年7月～2020年6月までの株主総会に提出された株主提案は図2-3-5の通りである。

図2-3-5 2019年7月～2020年6月総会の株主提案一覧

会社名	証券コード	市場	総会年月	提案内容 (議案数)
ブラップジャパン	2449	ジャスダック	2019.11	剰余金処分 (合計1件)
乾汽船 (臨時総会)	9308	東証1部	2019.11	①取締役報酬額改定、②剰余金処分、③取締役1名解任、④自己株式取得 (合計4件)
川上塗料	4616	東証2部	2020.02	剰余金処分 (合計1件)
象印マホービン	7965	ジャスダック	2020.02	監査等委員でない取締役1名選任 (合計1件)
レオパレス21 (臨時総会)	8848	東証1部	2020.02	取締役1名専任 (合計1件)
キリンホールディングス	2503	東証1部	2020.03	①自己株式取得、②取締役報酬額改定 (譲渡制限付き株式報酬制度改定)、③取締役報酬額改定、④取締役2名選任 (合計4件)
帝国繊維	3302	東証1部	2020.03	①剰余金処分、②自己株式取得 (合計2件)
テラプローブ	6627	マザーズ	2020.03	①準備金額減少、②定款一部変更 (1)、③剰余金処分、④定款一部変更 (2) (合計4件)
GMOフィナンシャルホールディングス	7177	ジャスダック	2020.03	①定款一部変更、②取締役1名選任 (合計2件)
積水ハウス	1928	東証1部	2020.04	取締役11名選任 (合計1件)
サン電子 (臨時総会)	6736	ジャスダック	2020.04	①監査等委員でない取締役2名選任 (会社提案と重複)、②監査等委員でない取締役4名解任、③監査等委員でない取締役3名選任 (合計3件) すべて可決
北日本紡績 (臨時総会)	3409	東証2部	2020.05	①取締役3名解任、②監査等委員でない取締役3名選任 (合計2件) ①は取り下げ、②は可決、動議により1名変更
三陽商会	8011	東証1部	2020.05	取締役7名選任 (合計1件)
中外鉱業	1491	東証2部	2020.06	①取締役1名解任、②取締役1名選任 (合計2件)
安藤・間	1719	東証1部	2020.06	①自己株式取得、②定款一部変更 (合計2件)
佐藤渡辺	1807	ジャスダック	2020.06	①定款一部変更、②重要な非中核資産の処分、③自己株式取得 (合計3件)
浅沼組	1852	東証1部	2020.06	①定款一部変更 (政策保有株式処分)、②剰余金処分 (合計2件)
世紀東急工業	1898	東証1部	2020.06	①定款一部変更、②剰余金処分 (合計2件)
大戸屋ホールディングス	2705	ジャスダック	2020.06	取締役12名選任 (合計1件) 会社提案と重複する候補者は可決、重複しない候補者は否決
東レ	3402	東証1部	2020.06	定款一部変更 (合計1件)
電算	3640	東証1部	2020.06	①定款一部変更 (1)、②定款一部変更 (2) (合計2件)
駅探	3646	マザーズ	2020.06	①取締役7名選任、②補欠監査役2名選任 (合計2件) いずれも可決
日本アジアグループ	3751	東証1部	2020.06	①定款一部変更 (1)、②剰余金処分、③定款一部変更 (2) (合計3件)
テクノマセマティカル	3787	東証2部	2020.06	①資本準備金処分、②その他資本剰余金処分、③剰余金処分 (合計3件)
バス (臨時総会)	3840	東証2部	2020.06	①取締役5名解任、②取締役5名選任 (合計2件) 定足数不足のため廃案
サンエー化研	4234	ジャスダック	2020.06	①定款一部変更、②自己株式取得 (合計2件)
TAC	4319	東証1部	2020.06	①取締役1名選任、②～⑥定款一部変更 (1)～(5)、⑦取締役1名選任 (合計7件)
武田薬品工業	4502	東証1部	2020.06	監査等委員である取締役1名選任 (合計1件)
西川ゴム工業	5161	東証2部	2020.06	自己株式取得 (合計1件)
有沢製作所	5208	東証1部	2020.06	①～③定款変更 (1)～(3) (合計3件)
日本製鉄	5401	東証1部	2020.06	①～②定款一部変更 (1)～(2) (合計2件)
三井金属鉱業	5706	東証1部	2020.06	①取締役1名解任、②～⑩定款一部変更 (1)～(9) (合計10件)
日本伸銅	5753	東証2部	2020.06	①定款一部変更、②剰余金処分 (合計2件)
トーアミ	5973	東証2部	2020.06	①定款一部変更、②剰余金処分、③取締役2名解任、④会計監査人解任 (合計4件)
新東工業	6339	東証1部	2020.06	取締役1名選任 (合計1件)
フジテック	6406	東証1部	2020.06	①定款一部変更、②自己株式消却 (合計2件)
日立造船	7004	東証1部	2020.06	取締役1名解任 (合計1件)
アストマックス	7162	ジャスダック	2020.06	取締役の報酬額改定 (合計1件)
ムサシ	7521	ジャスダック	2020.06	自己株式取得 (合計1件)
共同印刷	7914	東証1部	2020.06	①買収防衛策廃止、②定款一部変更 (合計2件)
天馬	7958	東証1部	2020.06	監査等委員でない取締役8名選任 (合計1件)
蝶理	8014	東証1部	2020.06	①～③定款変更 (1)～(3)、④剰余金処分、⑤～⑥定款一部変更 (4)～(5) (合計6件)
極東貿易	8093	東証1部	2020.06	①～②定款一部変更 (1)～(2) (合計2件)
新生銀行	8303	東証1部	2020.06	取締役1名選任 (合計1件)
伊予銀行	8385	東証1部	2020.06	①監査等委員でない取締役3名解任、②監査等委員である取締役1名解任 (合計2件)

四国銀行	8387	東証1部	2020.06	①監査等委員でない取締役4名解任、②監査等委員である取締役2名解任 (合計2件)
みずほフィナンシャルグループ	8411	東証1部	2020.06	①定款一部変更 (1)、②定款一部変更 (2)、③～⑥定款一部変更 (合計6件)
東海東京フィナンシャル・ホールディングス	8616	東証1部	2020.06	監査等委員でない取締役1名解任 (合計1件)
京阪神ビルディング	8818	東証1部	2020.06	①取締役1名選任、②定款一部変更、③重要な資産の譲渡、④定款一部変更 (2) (合計4件)
九州旅客鉄道	9142	東証1部	2020.06	①定款一部変更、②～④監査等委員でない取締役1名選任 (合計4件)
三菱倉庫	9301	東証1部	2020.06	①自己株式取得、②～③取締役1名選任、④～⑤定款一部変更 (1)～(2) (合計5件)
乾汽船	9308	東証1部	2020.06	①定款一部変更、②監査役3名解任、③～④定款一部変更 (1)～(2) (合計4件)
名港海運	9357	名証2部	2020.06	取締役3名解任 (合計1件)
テレビ朝日ホールディングス	9409	東証1部	2020.06	自己株式取得 (合計1件)
東京電力ホールディングス	9501	東証1部	2020.06	①～⑨定款一部変更 (1)～(9) (合計9件)
中部電力	9502	東証1部	2020.06	①～⑤定款一部変更 (1)～(5) (合計5件)
関西電力	9503	東証1部	2020.06	①～⑥定款一部変更の件 (1)～(6)、⑦役員に対する株式報酬制度の廃止、⑧剰余金処分、⑨取締役1名解任、⑩～⑬定款一部変更 (7)～(13)、⑭～⑯定款一部変更 (14)～(15)、⑰～⑳定款一部変更 (16)～(17)、㉑～㉔定款一部変更 (18)～(22)、㉕定款一部変更 (合計26件)
中国電力	9504	東証1部	2020.06	①～⑤定款一部変更 (1)～(5) (合計5件)
北陸電力	9505	東証1部	2020.06	①～⑥定款一部変更 (1)～(6) (合計6件)
東北電力	9506	東証1部	2020.06	①～⑥定款一部変更 (1)～(6) (合計6件)
四国電力	9507	東証1部	2020.06	①取締役全員解任、②～④定款一部変更 (1)～(3) (合計4件)
九州電力	9508	東証1部	2020.06	①～⑥定款一部変更 (1)～(6) (合計6件)
北海道電力	9509	東証1部	2020.06	①～⑨定款一部変更 (1)～(9) (合計9件)
ウィルソン・ラーニング ワールドワイド	9610	ジャスダック	2020.06	①特別支援金支給、②剰余金処分 (合計2件)

注：網掛けは株主提案が可決した事例

出所：資料版商事法務No.437「株主提案権の事例分析(1)」等よりJSS作成

この中で2020年特に注目を集めたのが、京都のNPO「気候ネットワーク」が株式会社みずほフィナンシャルグループに対して提出した株主提案である。これは気候問題に注力しているNPOがわざわざ提案できる規模の株式を自分たちで購入して提出したものであり、前述の「運動型株主」にあたるが、今までの

運動型株主は個人中心であったのに対し、ファンドではなくNPOが株主となって提案したということが目を引く。この提案は最終的に否決されたものの一定の支持を集め、賛成率は34.00%に達した。

図2-3-6 みずほフィナンシャルグループ株主提案への賛否状況

概要	議決権行使助言会社	賛否
賛成率	34.00%	ISS
決議結果	否決	グラスルイス

株主構成 (2020年3月末)	構成比 (%)
金融機関	30.02%
外国法人等 (個人除く)	21.32%

国内機関投資家			
投資家名	賛否	投資家名	賛否
野村アセットマネジメント	賛成	フィデリティ投信	賛成
アセットマネジメントOne	賛成	東京海上アセットマネジメント	賛成
三井住友トラスト・アセットマネジメント	反対	ニッセイアセットマネジメント	賛成
三菱UFJ信託銀行	反対	SOMPOアセットマネジメント	反対
日興アセットマネジメント	反対	企業年金連合会	反対
大和アセットマネジメント	反対	JPモルガン・アセット・マネジメント	反対
ブラックロック・ジャパン	反対	明治安田アセットマネジメント	反対
三菱UFJ国際投信	反対	朝日ライフアセットマネジメント	反対
りそなアセットマネジメント	反対	いちよしアセットマネジメント	反対
三井住友DSアセットマネジメント	反対	しんきんアセットマネジメント投信	反対

海外機関投資家			
投資家名	賛否	投資家名	賛否
The Vanguard Group	反対	TIAA Investments	賛成
State Street Global Advisors	賛成	Schroder Investment Management	賛成
Legal & General Investment Management	賛成	CPP Investment Board	賛成
Norges Bank Investment Management	反対	APG Asset Management	賛成
Goldman Sachs Asset Management	賛成	UBS Asset Management (UK)	賛成
Northern Trust Global Investments	賛成	Charles Schwab Investment Management	賛成
Dimensional Fund Advisors	賛成/反対	AQR Capital Management	賛成
T. Rowe Price International	賛成	Franklin Templeton Investments	賛成
Geode Capital Management	賛成	Aberdeen Standard Investments (Standard Life)	賛成
AllianceBernstein	賛成	LSV Asset Management	賛成

出所：みずほフィナンシャルグループ有価証券報告書、公開情報からJSS作成

今後もこのような市民運動関連NPOが新たに株主となって企業に株主提案を行う可能性はあり得ると考える。また図の通り、株主提案に対して賛成票を投じる機関投資家も増えているが、これは株主提案が論理的にしっかりしてきたということも一因と考える。

#### 4.COVID-19の影響

COVID-19は2019年12月中国での発生が問題となり、その後世界的にも感染が広がったことから、直接の対面を伴う面談、会合や会議、会見等の開催が困難となった。人が集まることを避ける方向になったことで、機関投資家と企業との対話や株主総会は2020年末現在においても大きな影響を受けている。

株主総会に関して言えば、①開催形式、②日程関連（延期、臨時総会の開催等）の2つの問題が取りざたされた。まず、①についてであるが、2020年春の米国や英国、欧州等の総会シーズンにおいて株主総会の多くが、バーチャル総会いわゆるネット総会の形式で行われた。しかし、日本においては会社法で総会の場所を定めなくてはならないとあることから、完全バーチャル総会は不可とされた。そのため、議長等役員の一部のみが会場に出席し、そのほかの役員はテレビ会議等で別室等から出席するなどの形式や、出席株主の人数制限やネット中継などが行われた。ネット中継の場合は単なる中継が多かったが、ごく一部には、株主からの質問を受けられるようにしたケースもあった。②については通常決算期末より3か月以内に株主総会が開催されるが、7月以降に延期したり、定時総会と臨時総会の2回に分けて開催したりするケースも見受けられた。これは、例えば内外子会社等の監査が移動制限で困難となり、決算日程が間に合わないといった懸念があったためである。しかし、実際には延期は57社、継続会（役員選任等は6月中の定時総会で審議し、配当等の決算が関係する議案は6月以降の継続会で審議する方式）は31社、定時+臨時総会は4社にとどまった。

山崎 明美

## ④ サステナブル不動産投資の動向

サステナブル不動産投資は、前回の白書の元調査が行われた2017年の2.7兆円から2020年には8.2兆円に増加し、この3年間で約3倍の残高となった。ただし、不動産について回答した調査参加者はまだ17社（うち、不動産専門の投資運用会社は8社）であり、J-REITだけでも62社（2020年12月現在）ある現状からすれば、この残高はサステナブル不動産投資市場の一部を表しているに過ぎない。一方、サステナブル不動産を対象とするグリーンボンドなどの金融商品も近年大幅に拡大している。

そこで本章では、まず2020年GRESB評価への日本からの参加動向を概観し、わが国のサステナブル不動産投資の市場規模を推計する。次いで、この3年間の新たな動きとして、GRESB評価やグリーンビル認証などを活用した金融商品やサステナブル・ファイナンス市場の動向について概説することとする。

### 1. GRESB評価に係る動向とサステナブル不動産投資残高の推計

不動産会社・ファンドとしてのESGへの取り組みを評価する指標であるGRESBリアルエステイト評価への日本からの参加者数は、2017年の53者から2020年には85者と約60%増加した。2015年の35者から比べれば2.5倍近い伸びとなっており、ESG投資は不動産セクターにおいても近年急速に浸透していることを示している。

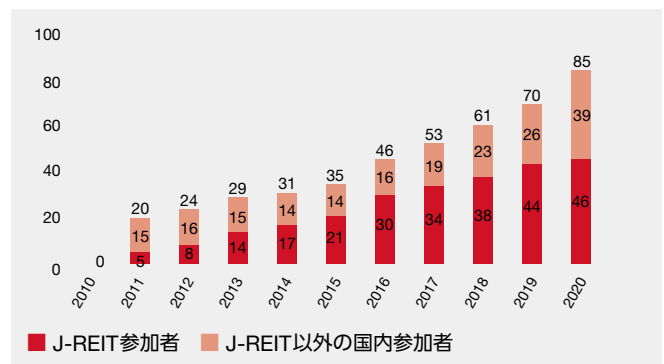
GRESBリアルエステイト評価では、不動産会社・ファンドのESGに関する体制・方針（マネージメント・コンポーネント）と、保有不動産ポートフォリオにおけるESGの取り組み・実績（パフォーマンス・コンポーネント）の双方で50%以上の得点を取得した参加者に「グリーンスター」の称号を与えている。前回の白書における報告と同様、このグリーンスター取得者をサステナブル不動産投資（特にESGインテグレーション）の実践者と仮定すると、その残高は2017年の44者、15.5兆円から2020年には61者、28.2兆円（当社集計）に拡大している。

また、GRESB評価を投資判断などに活用する投資家メンバーについても、2017年には日本政策投資銀行の1社であったが、2020年12月時点では年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF、2020年3月加盟）などが加わって5社となった。GPIFは、ESG投資を全アセットクラスに拡大しており、ESG活動報告の中でも、「GPIFは、市場全体のESG情報の開示促進と建設的な対話促進のため、不動産の投資・運用プロセスにおいてGRESB

評価制度を積極的に活用することについて、運用会社と協議してまいります」と記載している。

GRESB評価への参加は、これまではJ-REITを中心に、主に海外投資家の要請を受けて行われることが多かった。このため、J-REITでの参加率は2020年では時価総額ベースで92.0%に及んでいるが、参加者数の伸び率としては、2017年の34者から2020年は46者と35%程度となっている。一方、J-REIT以外の参加者（私募ファンド、私募REIT、デベロッパー）は、2017年の19者から2020年には39者と倍増しており、これにはGPIFのGRESB採用の動きなどが影響しているものと考えられる。

図2-4-1 日本からのGRESB評価参加者数の推移（2010～2020年）



（出典：GRESB日本市場調査結果等）

### 2. GRESB評価やグリーンビルディング認証などの金融商品への活用

こうしたGRESB評価を軸としたサステナブル不動産投資の拡大に伴い、金融商品における組み入れなどの判断指標としてGRESB評価やグリーンビルディング認証などが活用されることも増えてきている。

#### (1) GRESB評価のアクティブファンドにおける判断指標やパッシブ・インデックスへの採用

最近GRESB投資家メンバーとなった三井住友DSアセットマネジメント株式会社、及び農林中金全共連アセットマネジメント株式会社では、GRESB評価をJ-REITを対象としたアクティブファンドにおける判断指標として活用している。両社ともGRESB評価の結果だけでなく、独自の分析を加えて銘柄の組み入れ比率を決めている。

また、GRESB評価を活用するパッシブ投資用のインデックス

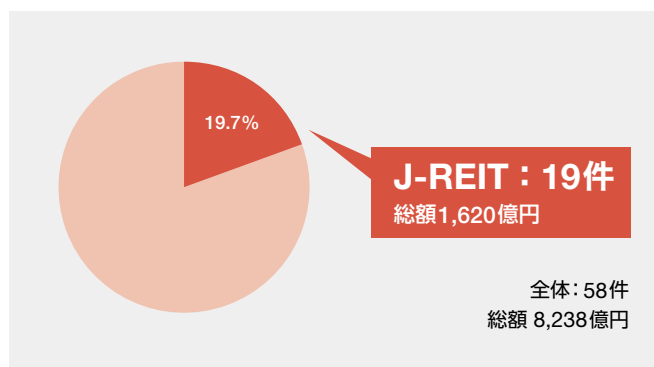
も増加している。2019年にS&P Dow Jonesから公表されたダウ・ジョーンズ日本グリーンRESI指数では、親指数の不動産銘柄につき、GRESBスコアやレーティングに応じたウェイト調整を行っている。さらに2020年7月には、日本経済新聞社より、日経ESG-REIT指数が日本発のGRESB活用指数としては初めて公表された。この指数においては、GRESBレーティング（1スターから5スターまでの5段階）に応じてJ-REIT各銘柄の組み入れ比率に傾斜が設定されている。

## (2) グリーンボンドなど不動産セクターにおける

### サステナブル・ファイナンスの拡大

グリーンビルディングなどの不動産を対象とするグリーンボンドは、2018年に日本リートファンド投資法人によって発行され、今では日本のグリーンボンド市場の約3割を占めるまでになっている。2019年の日本におけるグリーンボンドの発行総額は58件、8,238億円で、このうちJ-REITだけで約20%の19件、1,620億円を占めている。これらのグリーンボンドの大半は、CASBEEまたはDBJ Green Building認証で一定以上のランクを取得した不動産の取得またはそのリファイナンスに充当されているため、ポジティブ・スクリーニングまたはテーマ型投資の一環とみなすことができる。また、一部では既存ビルの省エネ改修投資に充当するエンゲージメントの手法への活用も見られる。

図2-4-2 日本のグリーンボンド発行市場におけるJ-REITの割合（2019年）



(出典：環境省のウェブサイトより当社作成)

最近では、少子高齢化の課題などに対応するために高齢者向け施設などを対象とする「ソーシャルボンド」(ケネディクス・レジデンシャル・ネクスト投資法人など)や、グリーン(グリーンビルディング)とソーシャル(自治体との防災協定締結)の要素を兼ね備えるサステナビリティボンド(GLP投資法人)も発行されている。

さらに、デベロッパー(三菱地所株式会社、ヒューリック株式会社など)においては、サステナビリティ・リンクローン/ボンドへの取り組みも見られる。これらは、CO<sub>2</sub>排出量削減など一定の目標を達成すると金利の減免を受けられる仕組みとなっている。海外の不動産会社・リートでは、GRESB評価の結果を達成目標とするサステナビリティ・リンクローン/ボンドも発行されており、2022年以降、日本においても同様の取り組みが見られるであろう。

このように、グリーンボンドをはじめとするサステナブル・ファイナンス市場においても、不動産セクターは着実な存在感を示している。今後は、こうした動きが、環境・社会・経済へのポジティブなインパクトの創出とネガティブなインパクトの緩和を狙うインパクトファイナンス/投資に発展していくものと考えている。

堀江 隆一



## 執筆者略歴

---

## 第1部

### サステナブル投資残高調査 2020

サステナブル投資残高アンケート調査の結果を受けて

### ESG投資の定義について

あらい まさる  
荒井 勝

NPO法人日本サステナブル投資フォーラム (JSIF) 会長  
Federated Hermes EOS 上級顧問  
FTSE Russell ESGアドバイザー・コミッティー委員  
同サステナブル投資アドバイザー・コミッティー委員

PRI(責任投資原則)元理事、同持続可能な金融システム諮問グループ元メンバー。

1972年慶應義塾大学商学部卒業。同年、大和証券入社。1976年カイロ・アメリカン大学アラビア研究センター修了。フランス駐在、サウジアラビア駐在、オーストラリア現法社長等を経て、1992年、大和アセットマネジメント入社。同社香港現法社長、取締役兼専務執行役員運用本部長、顧問などを務め、2011年に退任。2012年JSIF会長就任。

国内外の責任投資コンファレンスにスピーカーとして多数参加。環境省、経済産業省、外務省のサステナブル・ファイナンスに係る委員等を歴任。

### 個人向け金融商品におけるサステナブル投資

よしだ よしたか  
吉田 喜貴

個人投資家

個別企業への長期投資が信条。長期の視野を保つため、歴史・文化の探究をライフワークとしている。自らの運用に活かすため、2010年に日本サステナブル投資フォーラム (JSIF) の活動に参加。2014年より事務局長を務める。

## 第2部

### インパクトファイナンス

みずぐち たけし  
水口 剛

高崎経済大学教授

1984年、筑波大学卒業。商社、監査法人等の勤務を経て、97年高崎経済大学経済学部講師。2008年より現職。専門は責任投資、非財務情報開示。環境省「グリーンボンドに関する検討会」座長、同「ポジティブインパクトファイナンスタスクフォース」座長、金融庁「サステナブルファイナンス有識者会議」座長、金融庁・GSG国内諮問委員会共催「インパクト投資勉強会」座長などを歴任。主な著書に『責任ある投資—資金の流れで未来を変える』(岩波書店、2013)、『ESG投資—資本主義の新しいかたち』(日本経済新聞出版社、2017)など。

### COVID-19が投資家に与えた影響

いよだ たくや  
伊豫田 拓也

ニッセイアセットマネジメント株式会社  
ESG推進室/株式運用部 投資調査室

2011年一橋大学経済学部卒業。同年三井住友銀行に入行。プロジェクトファイナンスにおける環境・社会インパクトの審査などを担当し、2018年より現職。ESGに関するリサーチ、運用プロセスにおけるESGインテグレーション及びその他のスチュワードシップ活動(エンゲージメント、議決権行使など)の推進を担当。

### COVID-19が投資家に与えた影響

てらさわ とおる  
寺沢 徹

アセットマネジメントOne株式会社 運用本部 責任投資グループ長

1988年4月富士銀行入行、同年10月より2013年までみずほコーポレート銀行、みずほ銀行を通じて金利デリバティブや外国為替のトレーディング、市場企画、証券化商品などのクレジット投資、総合資金部ALM総括チーム次長(Asset Liability Management)など市場部門業務に従事。

2013年よりみずほ銀行決済営業部証券決済業務室長(カスタディ業務)。2015年よりみずほ投信投資顧問 運用企画部長を経て2016年10月アセットマネジメントOne発足時より現職(責任投資グループ長)。

## エンゲージメントとスチュワードシップ

やまさき あけみ  
山崎 明美

日本シェアホルダーサービス株式会社  
研究開発／コンサルティング部  
ESG／責任投資リサーチセンター  
チーフコンサルタント

1981年一橋大学法学部卒業。証券会社等を経てシンクタンク入社。2006年より現職。コーポレートガバナンス、ESGの調査研究、SR/IRコンサルティング業務に携わる。日本サステナブル投資フォーラム(JSIF)運営委員。著書に『株主と対話する企業』(共著、商事法務、2013)、『OECDコーポレート・ガバナンス』(共著、明石書店、2006)、『わかるCSR』(共著、同文館出版、2006)、『コーポレート・ガバナンスにおける商法の役割』(共著、中央経済社、2005)など。

そのほか、「英国スチュワードシップ・コードと最近の動向」(2013.12.05旬刊商事法務No.2018)をはじめコーポレートガバナンス、議決権行使、サステナブル投資、スチュワードシップ・コードなどに関する論文多数。

## サステナブル不動産投資の動向

ほりえ りゅういち  
堀江 隆一

CSRデザイン環境投資顧問株式会社 代表取締役社長

不動産・インフラ投資運用へのESG組み込みに係る支援業務や、環境不動産・サステナブルファイナンスに関する公的な調査業務を行う。CSRデザイン環境投資顧問設立前は、日本興業銀行、メリルリンチ証券、ドイツ証券に勤務。

東京大学法学部卒、カリフォルニア大学バークレー校MBA、国土交通省「ESG投資の普及促進に向けた勉強会」座長などを歴任。「21世紀金融行動原則」環境不動産WG 共同座長、「責任投資原則(PRI)」日本ネットワーク・アドバイザリーコミッティ 委員、「国連環境計画・金融イニシアティブ」不動産WG 特別顧問、日本サステナブル投資フォーラム(JSIF)運営委員などを兼務。

# CSR DESIGN



CSRデザイン環境投資顧問は、「環境・社会・ガバナンス (ESG)」に配慮した「不動産・まちづくり」を「金融・投資」と「政策・制度」の推進力により実現することを目指しています。

- GRESB等のESG評価向上コンサルティング
- ESG情報開示 (TCFD、SASB、GRI等)
- マテリアリティ・気候変動関連の戦略策定支援
- サステナブルファイナンス調査研究
- ESG研修



Signatory of:



CSRデザイン環境投資顧問株式会社 <http://www.csr-design-gia.com/index.html>



# GPSS

地球は燃やさない。魂、燃やせ。

## GRID PARITY FOR A SUSTAINABLE SOCIETY

GPSSの社名は私たちのビジョンそのものです。

使い続けてもなくなる身近な資源を活用し輸入  
に頼らない安全なエネルギーを増やす。

GPSSの考えるサステナブルな社会の第一歩は、こ  
こから始まります。

GRID = 電力・送電網、PARITY = 均衡のことを意味します。

+81-3-6435-2391

<https://gpssgroup.jp>

〒105-0014

東京都港区芝2-5-10  
芝公園NDビル 6F



G R E S B  
★ ★ ★ ★ ★ 2020

GPSSは最高位の5スターを獲得しました

# 企業価値 デザインカンパニー<sup>®</sup>

®

# EDGE

International

株式会社エッジ・インターナショナル

[www.edge-intl.co.jp](http://www.edge-intl.co.jp)



EDGEの  
誓い

# 1

私たちは、  
**企業の隠れた価値を引き出し、高める**  
「企業価値デザインカンパニー<sup>®</sup>」として、  
またお客さまに驚きと感動をもたらす  
プロのクリエイティブ集団として、  
弛まぬ進化を続けます

EDGEの  
誓い

# 2

私たちは、  
**レポートを起点に**  
企業の協創経営に向けた変革を後押しし、  
**企業価値の向上と持続可能な社会の**  
発展に貢献します

[編集・エディトリアルデザイン・翻訳協力]

**EDGE**

International

[特別協賛]

**CSR DESIGN**



[一般協賛]



**損害保険労働組合連合会**



**SOMPOアセットマネジメント**



**NISSAY**  
ASSET MANAGEMENT

[助成]

公益財団法人 トラスト未来フォーラム

## NPO法人日本サステナブル投資フォーラム (JSIF)

〒108-0071 東京都港区白金台3-19-6 白金台ビル5階

TEL : 070-6977-2354

URL : <https://japansif.com/>