

財務省 財務総合政策研究所 ランチミーティング

ESG投資の全般的な議論と
グリーンボンド等を巡る世界及び日本の動向

2018年2月20日

株式会社日本総合研究所
創発戦略センター／ESGリサーチセンター
黒田 一賢

講演者略歴 【日本総合研究所 黒田一賢】



株式会社日本総合研究所 創発戦略センター/ESGリサーチセンター
スペシャリスト
黒田一賢（くろだ かずたか）

研究員紹介ウェブサイト
<https://www.jri.co.jp/staff/detail/kurodakazutaka/>

【職歴】

- 2003年 岡三証券株式会社入社
- 2007年 英EIRIS(ESG調査機関、現Vigeo EIRIS)入社
- 2008年 ロンドン・スクール・オブ・エコノミクス・アンド・ポリティカル・サイエンス(環境政策・規制修士)修了
- 2015年 Climate Bonds Initiative (グリーンボンド市場調査・認証機関)入社
- 2015年 株式会社日本総合研究所入社

【主な業績・資格】

- Independent Research in Responsible Investment Survey 2012 (独立系調査機関所属ESGアナリストランキング)においてSRI調査、コーポレートガバナンス調査それぞれで世界4位
- 社団法人日本証券アナリスト協会 検定会員

【社外活動】

NPO法人 日本サステナブル投資フォーラム 運営委員
青山学院大学 地球社会共生学部 非常勤講師

(2018年2月現在)

執筆論文・記事・書籍

日経ヴェリタス【ESG投資の最新動向】

- ① 「機関投資家が積極姿勢 国は普及へ環境整備」
- ② 「環境問題など解決へ 専用の債券市場拡大」
- ③ 「持続可能な開発には本業を通じた解決が必要」
- ④ 「取締役会の実効性に海外投資家が注目」

日本経済新聞【私見卓見】

「ESG投資教育は学部生から」

金融財政事情研究会

『葛藤するコーポレートガバナンス改革』（共編著）

環境ビジネス

- ① 「最近ESG投資される注目される理由とは」
- ② 「SDGs対応が投資家評価のカギに」

日経エコロジー

「企業を強くする変革を 「日本型経営」の課題」

JRIレビュー

「実効的な取締役等選任をサポートする日本版スキル&インテリジェントマトリックスの必要性」

次世代の国づくり

Responsible Investor

“Japan’s Financial Service Agency has revised the Stewardship Code: A look at the highlights”
 “Are executive remuneration levels in Japanese companies fair?”
 “Are Japanese companies getting executive incentives right, and how would investors know?”
 “Concerns over director appointments by Japan’s founding families”
 “Japan’s METI-led ‘sustainable value creation’ investment push”

ESG Magazine

“Auditing the auditors”
 “Governance lip service?”

Kyodo Weekly

「地域から支持される金融機関に 潜在的なグリーンボンド投資」
 「拡大するグリーンボンド発行額 地方金融機関が積極投資」

（2018年2月現在）

目次

ESG投資

スチュワードシップコードでの言及	4
主な投資手法と運用残高	5
投資手法の位置づけ	6
インベストメントチェーンとフィデューシャリー・デューティ	7

グリーンボンド等

グリーンボンド原則	8
原則の変遷	9
海外動向	10
国内動向	11

本資料に記載している情報、意見等は、資料作成時点における公開情報または非公開情報を元にした発表者の判断に基づくものであり、正確性、完全性を保証するものではありません。本資料に関するお問い合わせ、ご確認は下記までお願いいたします。

株式会社日本総合研究所
 創発戦略センター
 スペシャリスト
 黒田 一賢
 kuroda.kazutaka@jri.co.jp
 03-6833-9237

本資料の著作権は株式会社日本総合研究所に帰属します。

ESG投資 (1)スチュワードシップコードでの言及

- 日本版では投資先企業の状況把握の一指針でESG要因が触れられている
- ESG投資やスチュワードシップコードに馴染むのは本質的投資家(Intrinsic investors)

日本版スチュワードシップ・コード

指針3-3:把握する内容としては、例えば、投資先企業のガバナンス、企業戦略、業績、資本構造、事業におけるリスク・収益機会(社会・環境問題に関するものを含む)及びそうしたリスク・収益機会への対応など、非財務面の事項を含む様々な事項が想定されるが、特にどのような事項に着目するかについては、機関投資家ごとに運用方針には違いがあり、また、投資先企業ごとに把握すべき事項の重要性も異なることから、機関投資家は、自らのスチュワードシップ責任に照らし、自ら判断を行うべきである。その際、投資先企業の企業価値を毀損するおそれのある事項については、これを早期に把握することができるよう努めるべきである。

投資家類型	特徴
本質的投資家 (Intrinsic investors)	<ul style="list-style-type: none"> 投資先企業の理解に最大限努力を払い、その長期的価値創造能力に興味を持つ 経営の質に関心を示すとともに、短期的な収益の変動に対して寛大
機械的投資家 (Mechanical investors)	<ul style="list-style-type: none"> コンピューターによる運用を行うインデックス・ファンドや売買の意思決定にコンピューターによるモデルを利用する 企業の戦略や経営の質にあまり関心を持っていない
トレーダー (Traders)	<ul style="list-style-type: none"> あくまで短期的な投資リターンを追及し、企業の収益予想の下振れ・上振れといったニュースを基に売買の意思決定を行う

(出所)金融庁「スチュワードシップ・コード」

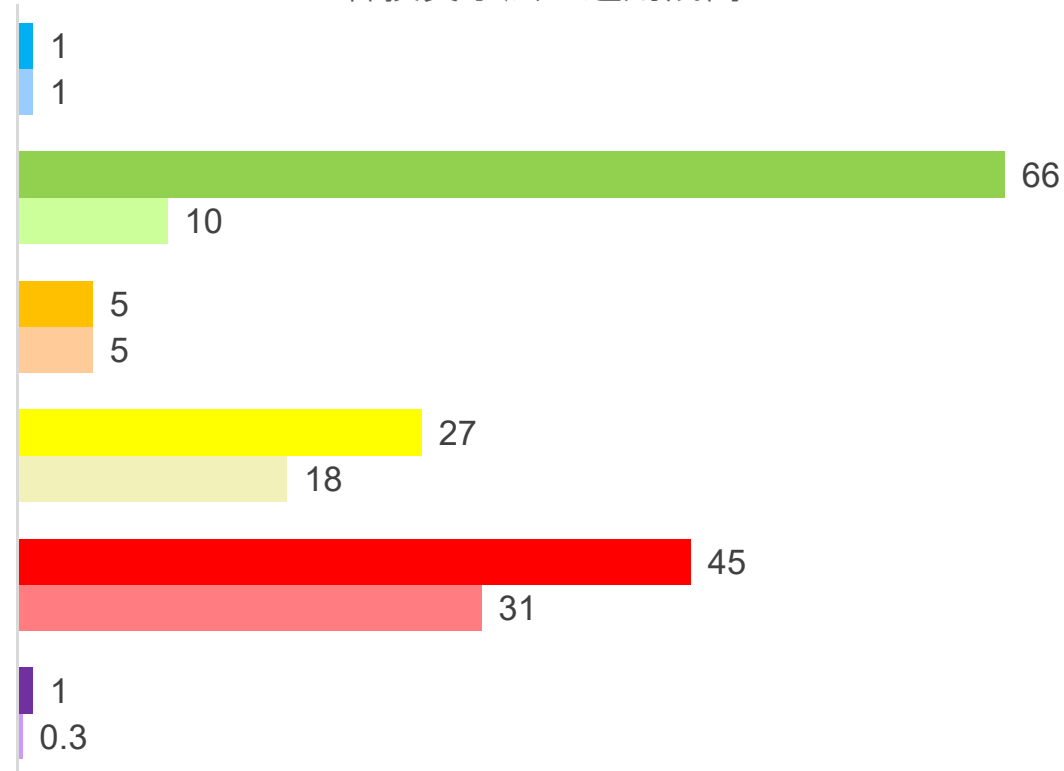
McKinsey & Company “Communicating with the right investors”より日本総合研究所作成

ESG投資 (2)主な投資手法と運用残高

- ESG投資と一口に言っても様々な手法があり、通常複数の投資手法を組み合わせ運用する
- グローバルではネガティブ・スクリーニング、日本ではESGインテグレーションが最も一般的

投資手法	定義
サステナビリティ・テーマ型投資	再生可能エネルギーや環境技術等サステナビリティのテーマに着目した投資
ネガティブ・スクリーニング	倫理的・宗教的な理由から特定の業種・企業を投資対象としない
ポジティブ(ベスト・イン・クラス)・スクリーニング	財務とESGの2つのスクリーニングを使用して選別されたセクターや企業等に投資する
国際規範に基づくスクリーニング	国際機関(OECD、ILO等)の国際規範に基づいた投資
ESGインテグレーション	通常の運用プロセスにESG要因を体系的に組み込んだ投資
インパクト・コミュニティ投資	社会、環境、コミュニティに与えるインパクトを重視する投資
エンゲージメント・議決権行使	主にESGエンゲージメント方針に基づき、株主として企業に働きかけ(議決権行使を含む)を行う

各投資手法の運用残高

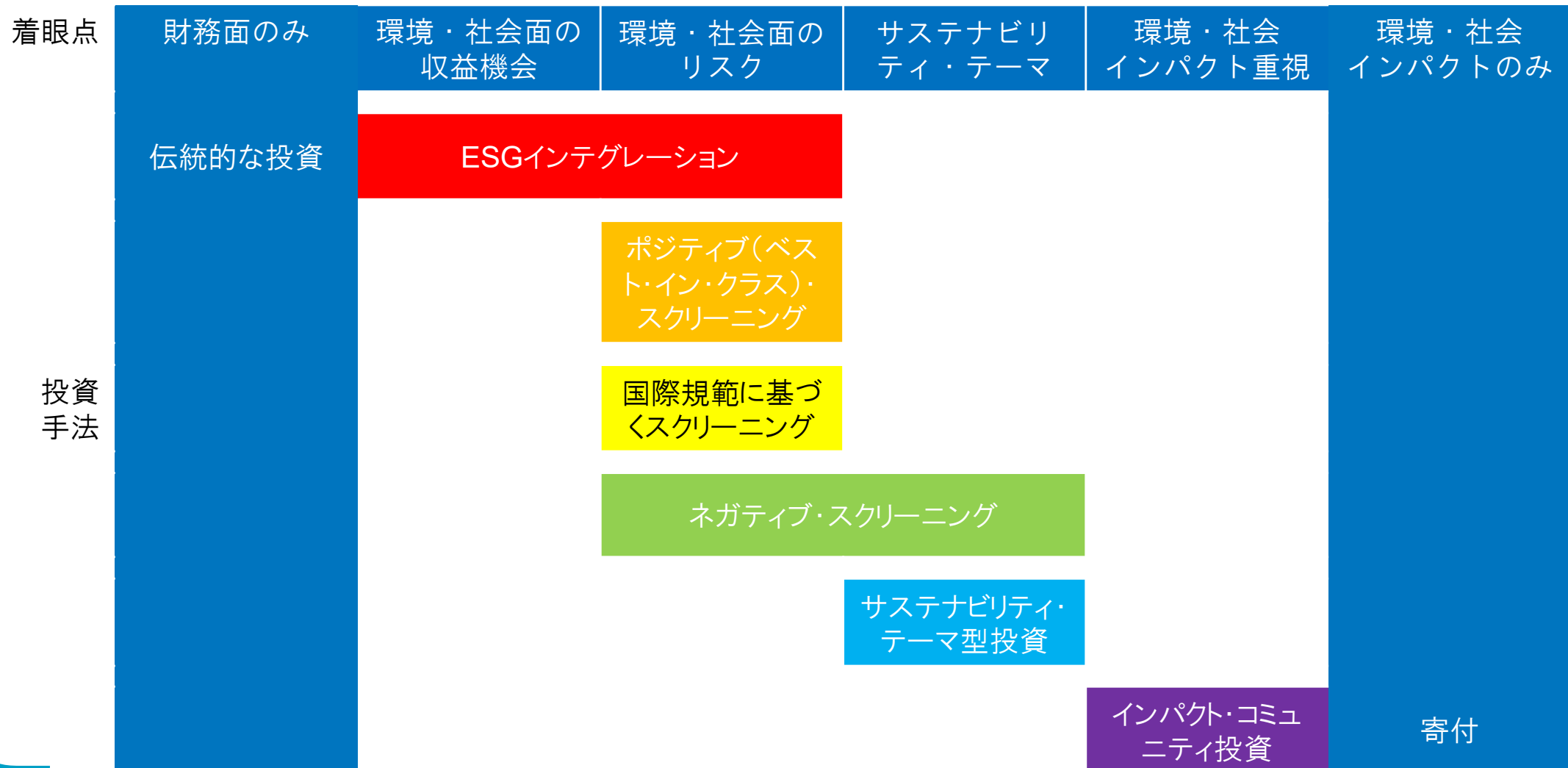


※それぞれの総額を100として指数化。上段がグローバル、下段が日本。複数の投資手法を組み合わせ運用するため、各データの総計が100とはならない。

(出所) Global Sustainable Investment Alliance “The 2016 Global Sustainable Investment Review”、日本サステナブル投資フォーラム「第3回サステナブル投資残高アンケート調査」より日本総合研究所作成

ESG投資 (3)各投資手法の位置づけ

- ESG投資の多様性は投資リターンに加え、環境・社会面でのインパクトも考慮することから生じる
- リターンとインパクトの重視の度合いによって、投資手法を整理すると以下の通り



次世代の国づくり

ESG投資 (4)インベストメントチェーンとフィデューシャリー・デューティ

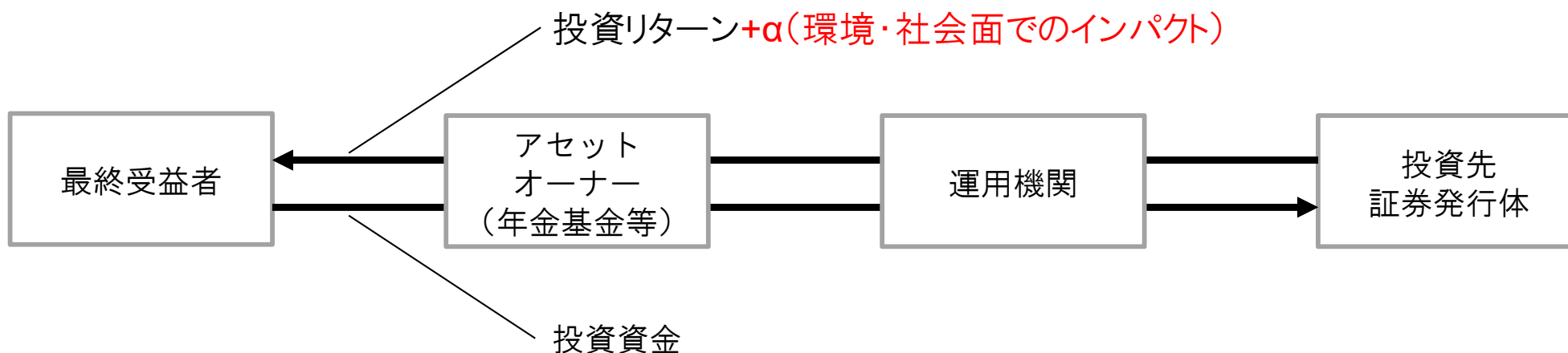
- 「顧客本位の業務運営に関する原則」の通り、投資先の財務面での持続性が第一義的に重要
- ただし最終受益者のニーズを考慮する際には、環境・社会面でのインパクトも視野に入れるべき

顧客本位の業務運営に関する原則

- 顧客本位の業務運営に関する方針の策定・公表等
- 顧客の最善の利益の追求
- 利益相反の適切な管理
- 手数料等の明確化
- 重要な情報の分かりやすい提供
- 顧客にふさわしいサービスの提供
- 従業員に対する適切な動機づけの枠組み等

(出所)金融庁「顧客本位の業務運営に関する原則」

インベストメントチェーン



グリーンボンド等 (1)グリーンボンド原則

- グリーンボンドとは環境に好影響を及ぼす事業活動に資金用途を限定した債券
- グリーンボンド原則はグリーンボンドに求められる要件を把握するのに適当

原則

- (1) 調達資金の投資先の要件: 調達資金がどのような事業やプロジェクトに使われるか、または適格基準を有しているか
- (2) 対象事業プロジェクトの評価選定プロセス: 適格基準に基づき、対象事業をどのように評価・選定しているか
- (3) 調達資金の管理: 調達資金を適切な口座で管理し、運用しているか
- (4) 報告: 調達資金の運用状況、対象事業の概要、金額、想定されるインパクト等の情報が公開、更新されているか

外部評価

- (1) コンサルタント・レビュー: コンサルタントによる環境・サステナビリティ側面に関する助言、いわゆる「セカンドオピニオン」に該当
- (2) 検証: 内部手続きの遵守状況を対象に有資格の監査法人等の独立機関による認定、検証
- (3) 認証: 有資格の第三者認証機関による外部のグリーンアセスメント基準に対する資金用途の適合性を認証する
- (4) 格付: 専門調査機関または格付機関など有資格の第三者による格付

グリーンボンド等 (2)原則の発展:資金使途から発行体のガバナンス体制へ

- 原則はソーシャルボンド原則、最近はサステナビリティボンド・ガイドラインへと範囲を拡大
- 資金使途そのものから、情報開示を含む発行体のガバナンス体制に重点が置かれてきている

年	グリーンボンド原則	ソーシャルボンド原則
2014	グリーンボンド原則初版公表	
2015	【原則1】 主な環境問題の解決策をグリーンプロジェクトの種別として例示 【原則2】 第三者によるレビューであるセカンドオピニオンを推奨 【原則3】 独立した検証を推奨	
2016	セカンドオピニオン・検証に続く外部評価として格付についてコメント付与	原則の前身に当たる「ソーシャルボンド発行体へのガイダンス」公表
2017	戦略や環境・社会リスク要因のマネジメントについて発行体のコミュニケーションを推奨 サステナビリティボンド・ガイドライン公表	ソーシャルボンド原則公表

グリーンボンド等 (3)海外動向

- 投資家によるコミットメントや実績が市場拡大の背景
- 発行体の裾野が広がり、グリーンボンド発行額は5年で約60倍に

パリ・グリーンボンド宣言

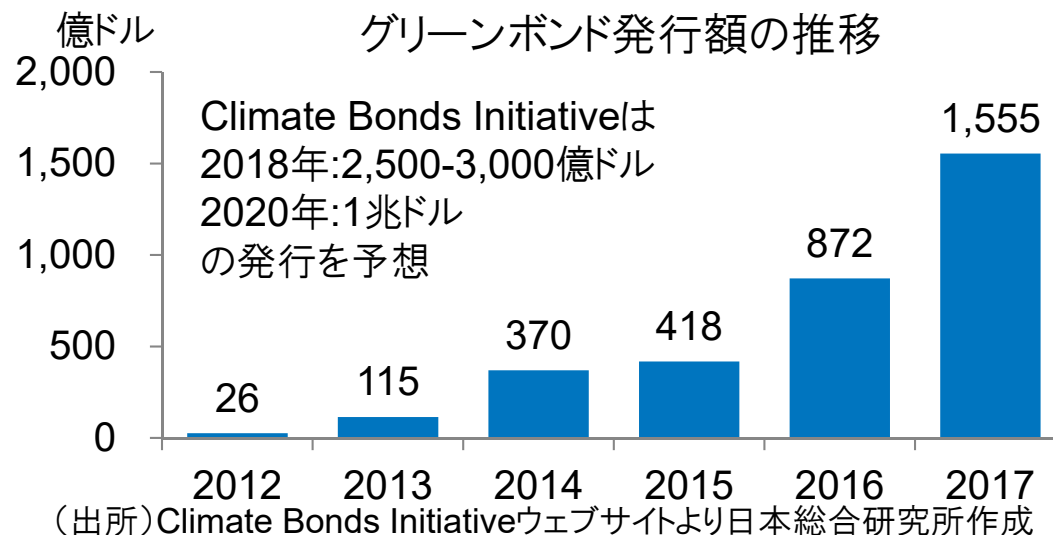
2015年パリ会議開催時に発表された機関投資家等(運用資産約10兆ドル)による要望

1. 規制、リスク軽減、保証、税額控除等政策
2. 専門家による投資リターン・インパクトに関する基準開発
3. 発行体による透明性確保

(出所)Paris Green Bond Statement を基に日本総合研究所作成

年金基金による主なグリーンボンド投資実績

年金基金	投資実績
AP3	95億クローナ(2017)(約1,300億円)
APG	9.97億ユーロ(2016)(約1,350億円)
PFZW	50億ユーロ(2017)(約6,700億円)
CalSTRS	2.5億ドル(2017)(約276億円)

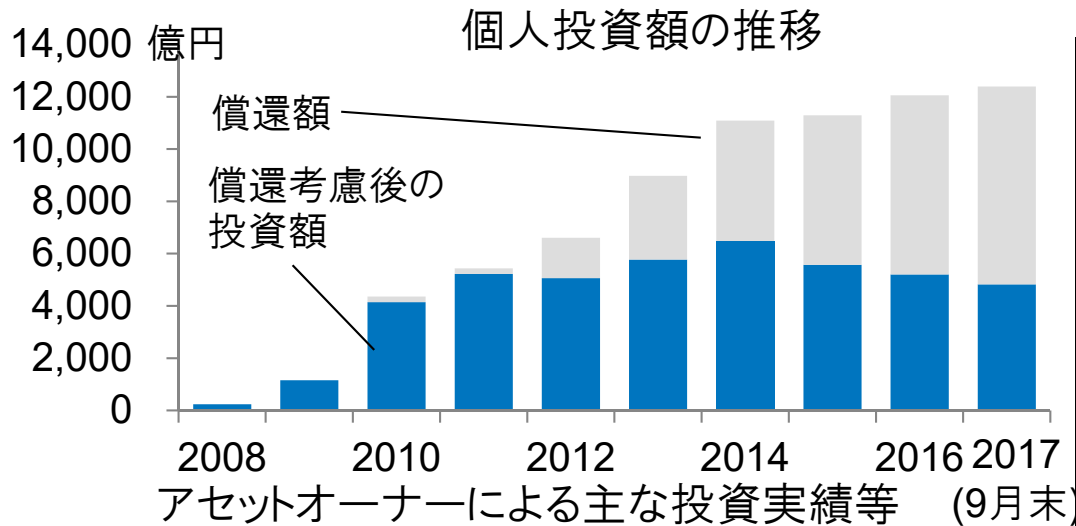


発行体種別	特徴
開発金融機関	償還年限等多様性を提供
地方自治体	ソーシャルボンド発行に積極的
国家	ポ-ランド・フランス・フィジ-・ナイジェリア
銀行	発行・投資の主体として拡大
企業	資金用途が多様化

(出所)各種資料を基に日本総合研究所作成

グリーンボンド等 (4)国内動向

- 個人投資家主体からアセットオーナーも投資家として存在感を拡大
- 日本でも発行体は開発金融機関から自治体、民間へと裾野が広がる



投資家	投資実績等
上智大学	2017年7月よりグローバル・グリーンボンド・ファンドでの運用開始
日本生命	累計1,500億円投資
第一生命	2014年から2017年に562億円投資
大同生命	投資額は非公表
太陽生命	

国内での発行実績

発行体種別	発行体
開発金融機関	<ul style="list-style-type: none"> 日本政策投資銀行(DBJ) 国際協力機構(JICA) 鉄道建設・運輸施設整備支援機構
地方自治体	<ul style="list-style-type: none"> 東京都
国家	なし
銀行	<ul style="list-style-type: none"> 三井住友銀行 三井住友フィナンシャルグループ 三菱UFJフィナンシャルグループ みずほフィナンシャルグループ
企業	<ul style="list-style-type: none"> 野村総合研究所 戸田建設

(出所)日本サステナブル投資フォーラム、各種資料を基に日本総合研究所作成