JSIF

日本サステナブル投資白書 2015

Japan Sustainable Investment Forum

NPO法人 社会的責任投資フォーラム　編

JSIFが定めるサステナブル投資の基準

以下の2つの原則を満たすものと考える。

1. 地球と社会の持続可能性に配慮した投資であること
2. 原則1の投資プロセスや社会的な効果を資金の供給者に対して開示していること

日本サステナブル投資白書2015
平成28年（2016年）3月31日発行

発行人　NPO法人 社会的責任投資フォーラム（JSIF）
発行所　NPO法人 社会的責任投資フォーラム（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：jsif.jp.net@gmail.com
URL：　http://www.jsif.jp.net/

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
三井住友信託銀行株式会社
株式会社インテグレックス
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
Vigeo Eiris
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

免責事項
本報告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
本報告書の内容に関する一切の権利は、NPO法人 社会的責任投資フォーラム（JSIF）にあり、複製または転載等を行う場合にはJSIF事務局へ事前の了承が必要なものとする。

*無断転載・複写はお断りいたします。
Copyright ©2016 by JAPAN SUSTAINABLE INVESTMENT FORUM

目次

はじめに　河口 真理子 2

JSIFが集計した日本の機関投資家の
サステナブル投資・ESG投資残高　荒井 勝 4

エグゼクティブ・サマリー　鷹羽 美奈子 13

第1章　機関投資家の動向

1. 年金基金の責任投資　金井 司 16
2. 責任投資−りそな銀行資産運用部門の取組み　松原 稔 20
【コラム】海外から見た日本　水口 剛 23

第2章　個人投資家の動向

1. 投資信託　大竹 大 24
2. 債券　徳田 健 27

第3章　株主行動　山﨑 明美 32

第4章　サステナブル・ファイナンス

1. 金融行動原則　竹ケ原 啓介 36
2. コミュニティ投資、クラウドファンディング　多賀 俊二 39
【コラム】日本の未来を豊かにする小さくて大きな旦那さん　沖 雅之 42
3. 環境不動産　平松 宏城 44
4. プライベートエクイティ　棚橋 俊介 47

付録：　個人向け金融商品におけるサステナブル投資残高推移 50
サステナブル投資の関連論文リスト 50

執筆者略歴 51

はじめに

日本のサステナブル投資の育成をミッションとするJSIFでは、隔年で日本の市場動向に関する報告書を公表してまいりました。そして5回目となる今回の報告書では、日本のサステナブル投資市場が成長にむけて大きく変化したことを報告できることを嬉しく思っております。

今までの報告書では、エコファンドやSRIファンド、インパクトボンドに代表される個人投資家が中心で、残高も1兆円にとどかなかった現状を報告してまいりました。しかしこの度、2014年、2015年に起きたエポックメーキングな出来事（日本版スチュワードシップ・コードの導入、年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）による責任投資原則（PRI）署名）によって、年金基金や機関投資家による本格的なサステナブル投資が確認できると判断し、2015年秋に日本で初めてとなる機関投資家向けサステナブル投資に関するアンケートを実施いたしました。

59機関にアンケートへのご協力をお願いした結果、28機関からご回答をいただき、集計したサステナブル投資残高は26.6兆円（24機関）にのぼることが明らかになりました。日本版スチュワードシップ・コード署名機関は2015年12月段階で201まで増えていますので、実態はこれを上回るものと推測されます。アンケートの内容や機関投資家の具体的な取り組み状況については本編で詳細に説明していますが、こうした変化の影響は株主行動においても見て取れます。

この市場の実態の変化に相応しく、報告書の名称も「日本SRI年報」から「日本サステナブル投資白書」に衣替えしております。また機関投資家の「大きなお金」が動き始めたことだけでなく、コミュニティ投資、クラウドファンディングなど個人の「ちいさなお金」による投資も広がりつつあること、環境不動産やプライベートエクイティなどの株式や債券以外のアセットクラスでもサステナブル投資が活発化していることも併せて報告しております。

本報告書は、それぞれの分野における日本の第一人者の方々に手弁当で執筆いただいております。市場の統計データだけはなく、その実態についても詳細に報告されておりますので、さまざまなサステナブル投資の実態を知る格好の教科書ともなっております。

2016年は、残念なことに年初から世界の株式市場が暴落する中で幕をあけました。しかし、リーマンショックの時もそうでしたが、最初の混乱が収まり、投機的な動きが一段落してくると、株式にしても、債券にしても、本来の価値を追求する動きが出てきます。社会を良くすることを目的の一つとする長期目線でのサステナブル投資の意義が逆に浮き彫りになっていくと思います。厳しい環境下での投資を考えるうえで、この報告書を参考にしていただくことは、作成メンバー及びJSIF会員一同の願いでもあります。

また私どものこうした想いと熱意にご賛同いただき、編集・エディトリアルデザイン・翻訳にご協力いただきました株式会社エッジ・インターナショナル様、また協賛を頂戴いたしました新日本有限責任監査法人様、株式会社日本政策投資銀行様にはこの場を借りて心からのお礼を申し上げます。

なお、今回の目玉である機関投資家向けアンケートにご協力いただいた運用会社様、年金基金様にも篤くお礼申し上げます。

最後に、企業会員様（35社）、個人会員様（67名）におかれましてもJSIFの活動を日ごろからご支援いただきありがとうございます。今までのご支援に感謝するとともに、サステナブル投資のメインストリーム化にむけたJSIFの取り組みに一層のご支援とご協力をお願い申し上げます。

2016年1月

NPO法人 社会的責任投資フォーラム
共同代表理事

河口 真理子

JSIFが集計した日本の機関投資家のサステナブル投資・ESG投資残高

JSIFが集計した日本の機関投資家によるサステナブル投資残高は26兆6千億円、ESG投資残高は17兆5千億円

NPO法人 社会的責任投資フォーラム（JSIF）は、2004年の発足以来、わが国のサステナブル投資残高を定期的に集計し、国内外で発表してきました。同数値の集計対象は、公表数値として入手可能なSRI投資信託と社会貢献型債券にこれまで限られており、年金基金をはじめとする機関投資家によるサステナブル投資は、取り組みが限られていたことや残高が公表されないために、集計に反映できない状況が長らく続いていました。

しかしながら、2014年2月に「責任ある機関投資家」の諸原則≪日本版スチュワードシップ・コード≫が策定され、2015年12月11日現在では201の機関投資家が受け入れ表明するようになり、さらに2015年6月にコーポレートガバナンス・コードが発表されたことで、今後はわが国でも機関投資家によるESG投資やサステナブル投資、また企業とのエンゲージメントが本格化すると期待されます。更に2015年9月には、世界最大の年金基金である「年金積立金管理運用独立行政法人」（GPIF）が国連責任投資原則（PRI）に署名し、安倍首相が国連サミットの演説で同署名について発表し、海外からも関心を集めています。

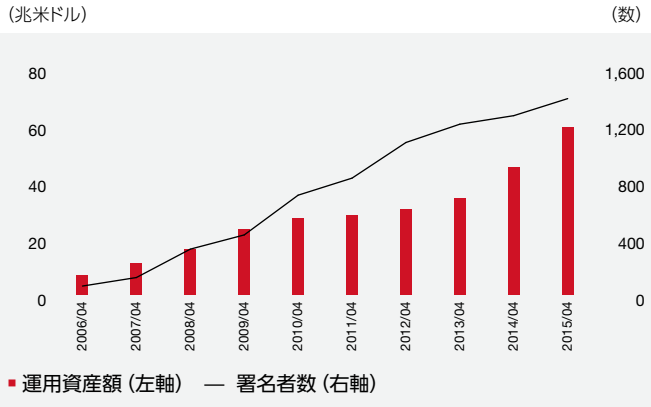
世界のサステナブル投資残高は、2014年には21兆3,580億米ドルとなり、2012年の13兆2,610億米ドルから61%の伸びとなっています。中でも、ESG投資（ESGインテグレーション）は、2012年比で78%拡大し12兆8,540億米ドルへ、またESGにかかわるエンゲージメント・議決権行使を行う投資も53%拡大し7兆450億米ドルへと、急拡大しています。（Global Sustainable Investment Review 2014）

ESG投資を世界的に推進するイニシアチブである国連責任投資原則（PRI）の署名機関数も、2016年1月11日現在で1,453（内訳：アセット・オーナー 301、インベストメント・マネージャー 954、プロフェッショナル・サービス・パートナー 198）となり、運用資産合計額は59兆ドルを超えています。

	世界	日本
PRI署名機関数	1,453	39
年金基金など資産保有者（アセット・オーナー）	301	9
資産運用会社（インベストメント・マネージャー）	954	23
情報サービス提供会社（プロフェッショナル・サービス・パートナー）	198	7

PRI署名機関数と運用資産額の推移

資産額合計59兆米ドル超（2015年4月）　年率29%増



出典：PRI資料よりJSIFが作成

さらに、世界の20大年金基金の内12基金がESG投資に取り組み、その資産合計額は20大基金の72%を占めるようになっています。（P&I/TW300 analysis Year end 2014, PRI資料等に基づきJSIFで計算）

世界上位20基金のうち、11基金がESG投資。資産額での比率は70%

	Fund	Country	Total assets
1	Government Pension Investment	Japan	$1,143,838
2	Government Pension Fund	Norway	$884,031
3	National Pension	South Korea	$429,794
4	Federal Retirement Thrift	U.S.	$422,200
5	ABP	Netherlands	$418,745
6	California Public Employees	U.S.	$296,744
7	National Social Security	China	$247,361
8	Canada Pension	Canada	$228,431
9	PFZW	Netherlands	$215,006
10	Central Provident Fund	Singapore	$207,872
11	Local Government Officials	Japan	$194,696
12	California State Teachers	U.S.	$186,954
13	Employees Provident Fund	Malaysia	$184,697
14	New York State Common	U.S.	$178,252
15	New York City Retirement	U.S.	$158,702
16	Florida State Board	U.S.	$154,657
17	Ontario Teachers	Canada	$133,282
18	Texas Teachers	U.S.	$128,933
19	GEPF	South Africa	$123,204
20	ATP	Denmark	$122,028

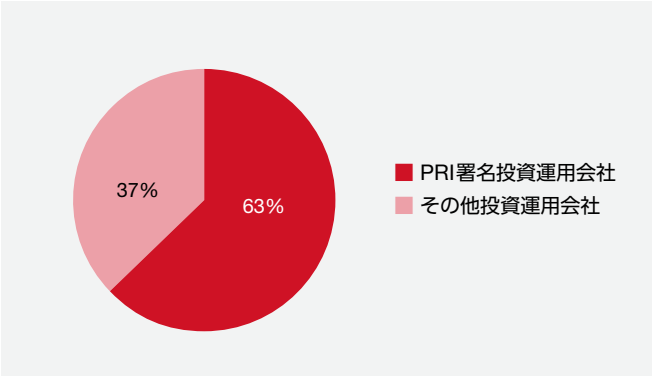
PRI署名　ESG投資・PRI未署名

出典：P&I / TW 300 analysis Year end 2014 (September 2015)
http://www.pionline.com/article/20150907/PRINT/150909913
上記リストにPRIの署名状況（2015年11月末時点）を追記

また、PRIに署名している投資運用会社の運用資産額は、2014年には世界の投資運用会社の投資規模の63%を占めるようになっています。（PRI発表）

世界の投資運用会社の運用資産に占めるPRI署名投資運用会社の比率は63%

	市場規模 兆米ドル (2014)	PRI署名機関 兆米ドル (2014)	PRI署名機関の占める推定比率
投資運用会社	74	46.3	63%



出典：PRI資料よりJSIFが作成

このような数値から見ても、ESG投資が既に世界の投資のメインストリームになったと言っても過言ではありません。こうしたサステナブル投資・ESG投資を取り巻く国内外の環境の変化を考えると、わが国でも機関投資家によるサステナブル投資・ESG投資の取り組み残高の集計を行い、国内外に公表していくことが急務であるとJSIFでは考え、今回、日本版スチュワードシップ・コードに受け入れを表明した機関投資家の内、担当部署が明らかな59機関を中心にアンケート調査への協力を依頼し、28機関より回答を得ることができました。

当アンケート調査は、日本のサステナブル投資の状況について実態を調査し、その状況に関して正しい認識を国内外に広めることを目的としています。集計結果はJSIFのホームページで公表し、またPRI Japan Networkと共催するコンファレンスや国際会議で発表し、環境省をはじめとする公的機関にも広くご利用いただく予定です。また、今後2年に1回集計を行い、2012年にスタートした世界各国のSIFが共同してグローバルなサステナブル投資残高を集計・発表するGlobal Sustainable Investment Reviewにも、調査結果を反映させる所存です。国内外の年金基金やその他の機関投資家、NPO／NGO、関係当局、日本企業などが、日本のサステナブル投資とESG投資について状況を正しく把握し、わが国のサステナブル投資、ESG投資、エンゲージメント、企業による情報開示などの取り組みを進めるうえで参考となるよう願っています。

アンケートにご協力いただいた年金基金、投資運用会社一覧（全28社　アイウエオ順）

回答は28社、内4社は団体・企業名の非公開を希望

- アムンディ・ジャパン株式会社
- アライアンス・バーンスタイン株式会社
- 朝日ライフアセッ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
- 株式会社りそな銀行
- 企業年金連合会
- スパークス・アセット・マネジメント株式会社
- セコム企業年金基金
- 損害保険ジャパン日本興亜株式会社
- 損保ジャパン日本興亜アセットマネジメント株式会社
- 大同生命保険株式会社
- 太陽生命保険株式会社

- 大和証券投資信託委託株式会社
- DIAM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
- ニッセイアセットマネジメント株式会社
- みずほ信託銀行株式会社
- みずほ投信投資顧問株式会社
- 三井住友アセットマネジメント株式会社
- 三井住友海上火災保険株式会社
- 三井住友信託銀行株式会社
- ロベコ・ジャパン株式会社

なお、同アンケートの周知については、以下の団体・組織からご協力をいただきました。

- 環境省　21世紀金融行動原則
- 一般社団法人日本CFA協会
- FTSE Russell（London Stock Exchange Group）
- responsible-investor.com
（Response Global Media Limited）

また、日本投資顧問業協会からはアンケート内容について多くの示唆をいただきました。

アンケートの結果抜粋

アンケート概要

- 実施期間：2015年11月～ 12月
- アンケートの送付・回答数：59機関へ送付、28機関より回答

サステナブル投資の運用残高総額

26兆6,872億5,600万円（24機関）

総運用資産残高に占める割合

11.4%（＝26,661,900÷232,084,235）

※総運用資産残高を未回答の1機関を除いた数値で計算

回答機関の分類
（アセット・オーナー／インベストメント・マネージャー）

アセット・オーナー	7
インベストメント・マネージャー	20
アセット・オーナー、インベストメント・マネージャーの両方	1
合計	28

運用手法ごとのサステナブル投資残高

（単位：百万円）

ESGインテグレーション	17,555,654
ポジティブ（ベスト・イン・クラス）・スクリーニング	326,955
サステナビリティ・テーマ型投資	785,785
インパクト・コミュニティ投資	87,642
エンゲージメント・議決権行使	11,709,822
ネガティブ・スクリーニング	4,573,384
国際規範に基づくスクリーニング	6,075,200

資産クラスごとのサステナブル投資残高

（単位：百万円）

日本株	13,855,308
外国株	2,962,942
債券	6,815,325
PE	643
不動産	435,150
その他	1,147,630

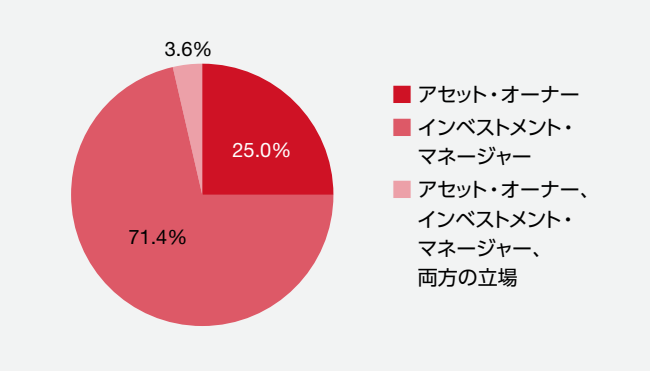
アンケート結果

Q1 本アンケートのご案内に添付させていただいた識別コードをご入力ください。

選択肢	回答率	回答数
識別コード	100.0%	28
	本質問回答数	28/28

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。

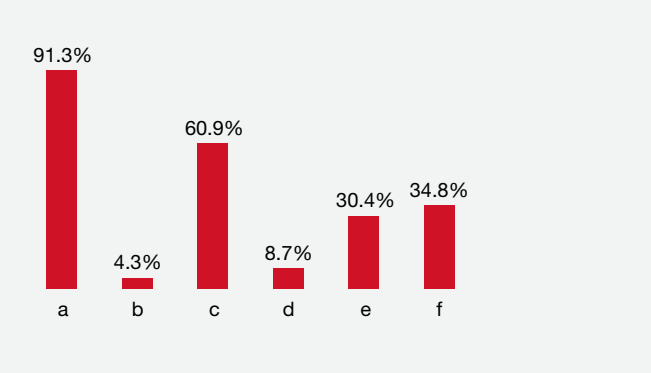
選択肢	回答率	回答数
アセット・オーナー	25.0%	7
インベストメント・マネージャー	71.4%	20
アセット・オーナー、インベストメント・マネージャー、両方の立場	3.6%	1
	本質問回答数	28/28



- 回答機関は、アセット・オーナーが7機関で25.0%を占め、インベストメント・マネージャーは20機関で71.4%となった。また、1機関がその両方の立場と回答している。
- 回答した外資系の日本法人は4機関である。（全てインベストメント・マネージャー）

Q3 次のイニシアチブに署名・参画等されていますか？

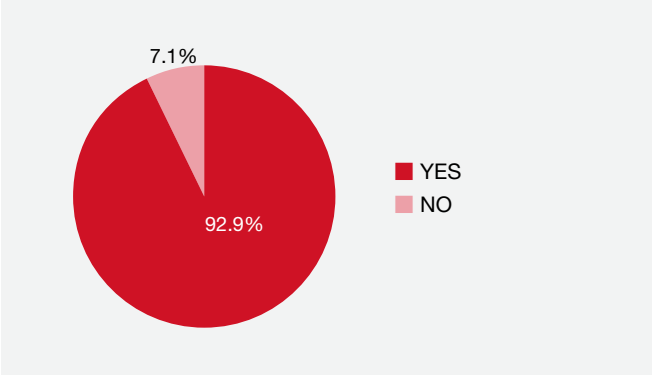
選択肢	回答率	回答数
a PRI（責任投資原則）	91.3%	21
b 赤道原則	4.3%	1
c 21世紀金融行動原則	60.9%	14
d PSI（責任保険原則）	8.7%	2
e CDP	30.4%	7
f その他（具体的に）	34.8%	8
	本質問回答数	23/28



- サステナブル投資にかかわる国内外の主要なイニシアチブへの参加に関する質問には、23機関が回答している。
- 国際的にESG投資を推進するPRIへの署名が21（91.3%）と最大であり、また国内の取り組みである21世紀金融行動原則が14（60.9%）とこれに次いだ。また企業にCO_2排出量や水、森林などへの取り組みについて開示を求めるCDPへの署名も7（30.4%）となった。
- その他にも、8機関（全てがインベストメント・マネージャー）がICGN、JSIF、UNEPFI、国連グローバル・コンパクト、モントリオール・カーボン・プレッジなど、国内外の24の異なるイニシアチブに参加と回答している。

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？

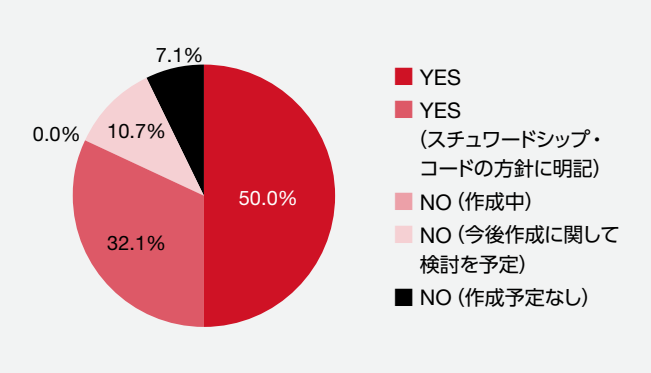
選択肢	回答率	回答数
YES	92.9%	26
NO	7.1%	2
YESと答えられた方は、各原則に対する方針を公表されているWebサイトのURLなどご記入ください。		24
	本質問回答数	28/28



- 今回のアンケートが日本版スチュワードシップ・コード署名機関中心に行われたこともあるが、同コードへの署名は、26（92.9%）の結果となった。
- 同コードへ署名していない2機関の内訳は、国内のアセット・オーナーが1、海外のインベストメント・マネージャーが1であった。

Q5 組織としてサステナブル投資（ESG投資、責任投資、SRI、インパクトインベストメント、エコファンドなど）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？

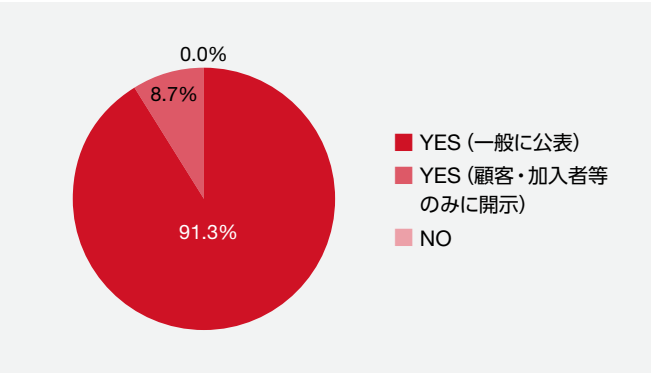
選択肢	回答率	回答数
YES	50.0%	14
YES（スチュワードシップ・コードの方針に明記）	32.1%	9
NO（作成中）	0.0%	0
NO（今後作成に関して検討を予定）	10.7%	3
NO（作成予定なし）	7.1%	2
	本質問回答数	28/28



- 組織としてサステナブル投資に関する明文化された方針があるかとの質問に対しては、「ある」と回答した機関は14（50.0%）、「スチュワードシップ・コードの方針に明記」との回答が9（32.1%）、合計で23（82.1%）となった。
- 今後検討を予定していると回答したインベストメント・マネージャーは3機関（10.7%）となっている。
- 作成予定なしとの回答は、国内の年金基金1、インベストメント・マネージャー 1となっている。

Q6 Q4（スチュワードシップ・コード受け入れ）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？

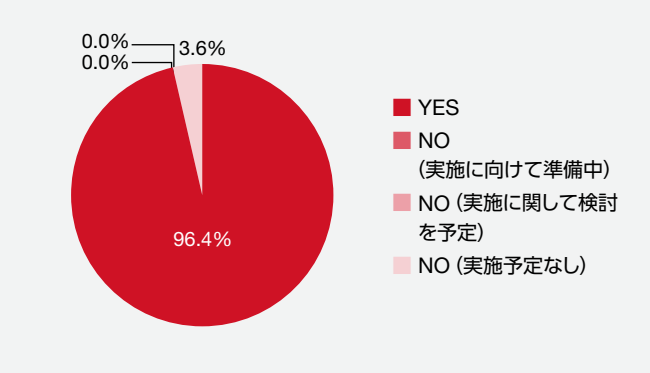
選択肢	回答率	回答数
YES（一般に公表）	91.3%	21
YES（顧客・加入者等のみに開示）	8.7%	2
NO	0.0%	0
YES（一般に公表）と答えられた方は、URLなどご記入ください。		19
	本質問回答数	23/28



- 日本版スチュワードシップ・コードを受け入れた機関に対して、その方針公開について質問しているが、「一般に公表」が21（91.3%）、「顧客・加入者等のみに開示」が2（8.7%）と、合計で100%となり、NOの回答はゼロであった。なお、未回答が5あった。

Q7 サステナブル投資（ESG投資、責任投資、SRI、インパクトインベストメント、エコファンドなど）をされていますか？

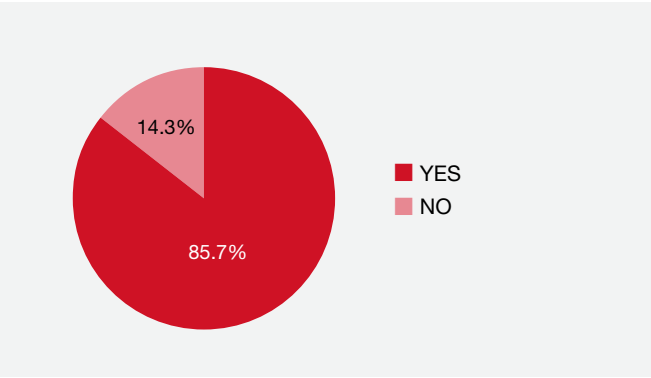
選択肢	回答率	回答数
YES	96.4%	27
NO（実施に向けて準備中）	0.0%	0
NO（実施に関して検討を予定）	0.0%	0
NO（実施予定なし）	3.6%	1
	本質問回答数	28/28



- サステナブル投資を行っている機関は27機関（96.4%）あった。一方で実施予定なしとの回答が1機関あった。（アナリストが企業を評価する非財務情報として使用しており、サステナブル投資指標に絞った運用は行っていないと説明されている。）

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	回答率	回答数
YES	85.7%	24
NO	14.3%	4
	本質問回答数	28/28



- サステナブル投資の運用残高については、24機関（85.7%）からYESとの回答があった。
- 4機関がNOと回答しているが、アセット・オーナー 2、国内インベストメント・マネージャー 1、海外インベストメント・マネージャー 1の内訳となっている。
- NOと回答したアセット・オーナー 2のうち年金基金が1であり、同基金はPRIに署名していない。

Q9 Q8でYESとお答えいただいた方へお尋ねします。サステナブル投資の運用残高の総額をお知らせください。（百万円単位でお願いします）

回答額（平均）	回答額合計	回答数
1,111,969	26,687,256	24
	本質問回答数	24/28

- サステナブル投資の運用残高総額については24機関から回答があり、合計で26兆6,872億円となった。
- 1機関の平均は1兆1,000億円を超える額となった。

Q10 Q9の残高の時点をお知らせください。

回答額（平均）	回答額合計	回答数
日／月／年の順 ※例：2015年3月末なら「31/03/2015」	100.0%	24
	本質問回答数	24/28

Q11 差し支えなければQ10でお答えいただいた時点での御社の運用残高総額をお知らせください。（運用総額のうち何割がサステナブル投資に当てられているかを調査するためのものです。）

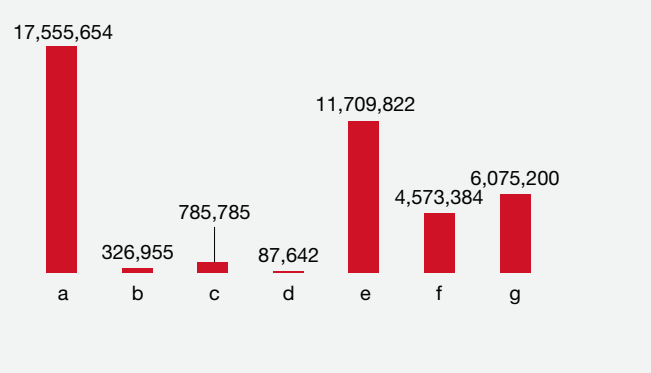
回答額（平均）	回答額合計	回答数
10,090,618	232,084,235	23
	本質問回答数	23/28

- 運用残高総額については、Q10で回答のあった機関の内、1機関（企業年金基金）を除いた23機関から回答があり、合計額は232兆842億円であった。
- 運用残高総額に占めるサステナブル投資の比率は、11.48%（上記企業年金基金を除いて計算）となった。

Q12 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	回答額（平均）	回答額合計	回答数
a ESGインテグレーション	1,097,228	17,555,654	16
b ポジティブ（ベスト・イン・クラス）・スクリーニング	29,723	326,955	11
c サステナビリティ・テーマ型投資	78,578	785,785	10
d インパクト・コミュニティ投資	14,607	87,642	6
e エンゲージメント・議決権行使	975,818	11,709,822	12
f ネガティブ・スクリーニング	762,230	4,573,384	6
g 国際規範に基づくスクリーニング	1,215,040	6,075,200	5
		本質問回答数	23/28



※複数回答があるためQ9の合計額（26兆6,872億5,600万円）とは一致しない。
※運用手法分類の定義
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。
2. 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。（例：エコファンド等）
3. サステナビリティ・テーマ型投資
再生エネルギー、環境技術、農業等のサステナビリティのテーマに着目した投資。（例：再生エネルギーファンド等）
4. 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。（例:ワクチン債、グリーンボンド等）
5. エンゲージメント・議決権行使
主にESGの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。
6. 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。
7. 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）

上記の定義については世界各国のSIFの集まりであるGlobal Sustainable Investment Alliance、Eurosif、PRIの定義を参考にしてJSIFの運営委員並びにPRI Japan Networkのワーキンググループのメンバーが集まり検討した。

- サステナブル投資の運用手法別の質問には、23機関から回答があった。
- ESGインテグレーションが16機関で、合計17兆5,556億円と最大になっている。
- エンゲージメント・議決権行使は12機関、合計11兆7,098億円となった。同分類については、サステナブル投資総額と同額としている機関がある一方で、回答していない機関もある。

JSIF注：議決権行使については、全ての機関が行っていると考えるのが妥当と思われるが、当質問に回答しなかった機関はエンゲージメントに対する取り組みの程度や考え方などの理由から、回答を保留した可能性があると思われる。（エンゲージメントと議決権行使をひとくくりに質問している理由のひとつは、グローバルな調査の分類を参考としているためだが、日本では今後別項目として質問することが望ましいと思われる。）

- ネガティブ・スクリーニングは6機関で合計4兆5,733億円、国際規範に基づくスクリーニングは5機関で合計6兆752億円となった。
- そのほかに、インパクト・コミュニティ投資が6機関876億円、サステナビリティ・テーマ型が10機関7,857億円、ポジティブ（ベスト・イン・クラス）・スクリーニングが11機関、3,269億円となった。
- ESG投資以外のサステナブル投資にも広く取り組みが行われているのが見て取れる。しかし、海外とは比率に差が見られ、各国・地域の歴史的背景・文化的背景などの違いを反映していると思われる。

SRIの分類とESG投資の急拡大　世界のSRI　21.4兆米ドル

分類	残高米ドル
1 ネガティブ・スクリーニング	14兆3,895億
2 ESG投資（ESGインテグレーション）	12兆8,537億
3 議決権行使・エンゲージメント	7兆446億
4 テーマに基づく投資	5兆5,342億
5 ポジティブ・スクリーニング　ベストイン・クラス	9,921億
6 持続可能性テーマ	1,659億
7 コミュニティ投資　インパクトインベストメント	1,086億

出典:2014 Global Sustainable Investment Review, Global Sustainable Investment Alliance

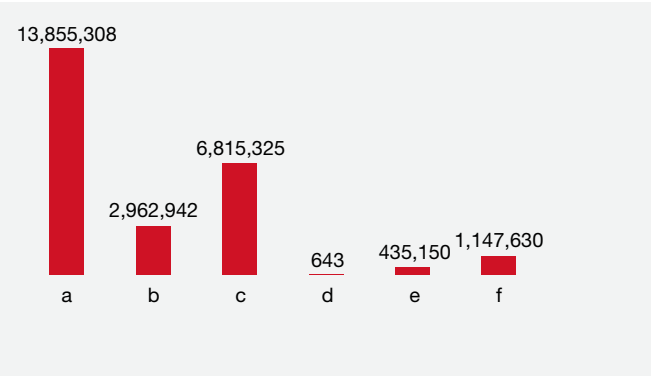
Q13

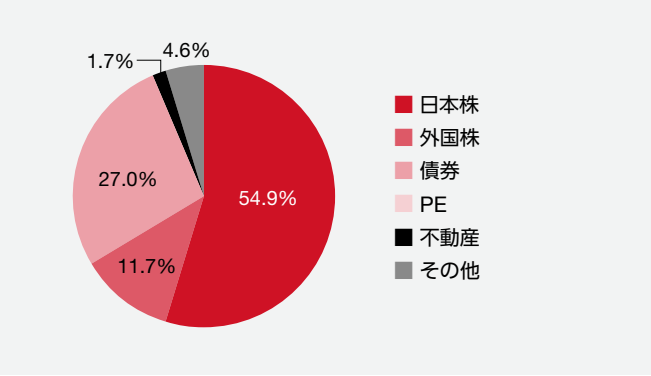
Q9でご記入いただいた金額について、差し支えなければ資産クラスごとの金額をお知らせください。

（単位：百万円）

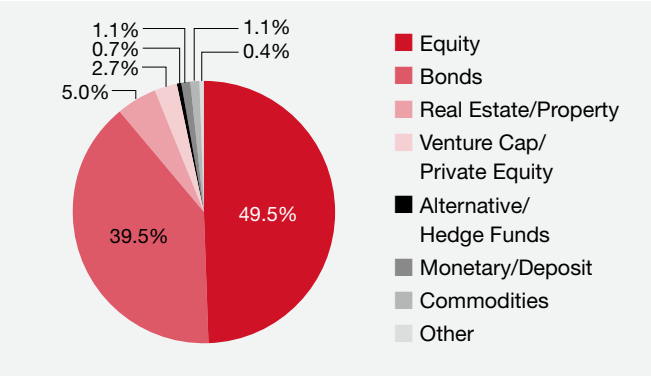
選択肢	回答額（平均）	回答額合計	回答数
a 日本株	659,776	13,855,308	21
b 外国株	296,294	2,962,942	10
c 債券	757,258	6,815,325	9
d PE	91	643	7
e 不動産	62,164	435,150	7
f その他	143,453	1,147,630	8
		本質問回答数	23/28

※ 回答機関数には、0と回答した機関もカウントしている。
※ 未回答があるため、Q9の合計額（26兆6,872億5,600万円）とは一致しない。





欧州とカナダのサステナブル投資の資産別アロケーション



出典:2014 Global Sustainable Investment Review,Global Sustainable Investment Alliance

（以下の機関数は、ゼロと回答した機関を除いている）

- 資産クラス別では、日本株が13兆8,553億円（外資系1を含む21機関）となった。年金基金からは2基金より回答があった。
- そのほかでは、債券が6兆8,153億円（8機関）、外国株が2兆9,629億円（6機関）、その他が1兆1,476億円（6機関）となった。また不動産に投資している機関は2機関、PEに投資している機関は1機関であった。すべてがインベストメント・マネージャーである。
- サステナブル投資を外国株で行っているのは8機関であるが、そのうち日系が5であり、外資系は3である。
- 債券では6機関中4機関が日系であり、残り2が外資系である。
- 不動産は2機関中日系と外資系がそれぞれ1となった。
- PEは1機関のみで、日系である。
- その他の資産は、6機関中4機関が日系であり、残り2が外資系である。

Q14

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」は何社を対象に実施されましたか？差支えなければ企業名もお知らせください。

選択肢	回答数
	23
本質問回答数	23/28

- エンゲージメント（目的ある対話）を行っている機関は23機関あり、回答のなかった5機関の内訳は、年金基金が2、残り3はインベストメント・マネージャーである。
- エンゲージメント対象社数は、5,400社との回答が1、3,000社が1、1,000 ～ 1,500社が3、600 ～ 700社が2、120 ～ 350社が13、15 ～ 47社が3であった。
- 多数の社を対象としているケースも多いが、一方では対象を絞って行っていると考えられるケースも見受けられる。

Q15

Q9 ～ 13で金額をご記入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。）

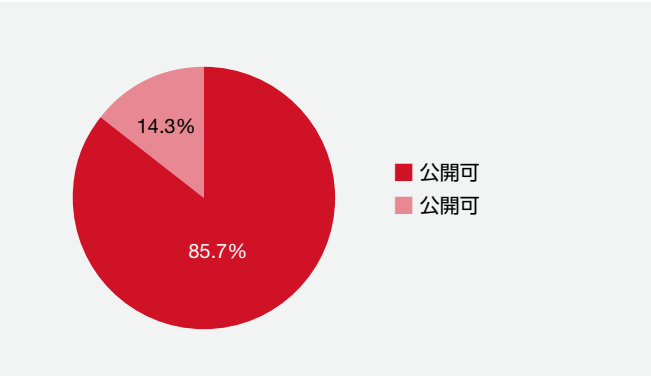
選択肢	回答数
	21
本質問回答数	21/28

- 運用についての体系的な評価プロセスなどにつき、開示可能な範囲でコメント、あるいは開示資料のURLなどを求めており、21機関が回答している。
- 回答がなかった7機関は、アセット・オーナー（年金基金）が3、外資系インベストメント・マネージャーが1、日系インベストメント・マネージャーが3であった。

Q16

本調査にご協力いただいた会社・基金等の名称のみ調査レポートの末尾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	回答率	回答数
公開可	85.7%	24
公開不可	14.3%	4
本質問回答数		28/28



- 公開不可と回答した機関は、年金基金2、日系インベストメント・マネージャー 2であった。

会長　荒井 勝

NPO法人 社会的責任投資フォーラム（JSIF）

エグゼクティブ・サマリー

「日本サステナブル投資白書2015」もここ2年間の日本における責任投資・ESG投資の動きの影響を受けて、新たな情報が追加されている。本サマリーでは、日本の過去2年間のマーケットの動きを中心に、忙しい読者にも概要がつかめるように簡潔にまとめる努力をしたが、より詳細についてはぜひ各章をご一読いただきたい。

第1章では、機関投資家の動向について論じている。1999年の第一号ファンドによって生まれた日本の責任投資市場は、長い低迷の後、2014年の日本版スチュワードシップ・コード導入によって再拡大の兆しを見せ始めている。日本版スチュワードシップ・コードは、その後に導入されたコーポレートガバナンス・コードとともに車の両輪となり、日本の投資家と企業との関係を変える誘導役としての役割を担っている。第1章筆者の一人である金井氏は、「日本において企業と投資家は、長きにわたって相互不可侵の関係にあった」と述べている。資本市場から資金を調達しているという意識が薄い日本企業と企業を「所有」しているという感覚をほとんど持たない投資家の間には、暗黙に「互いに侵略せず」の精神があり、日本版スチュワードシップ・コードがどこまでその関係に変革をもたらすことができるのか期待される。もちろん、世界最大の運用規模を持つGPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）の日本版スチュワードシップ・コードへの署名とPRI（責任投資原則）署名は、否応なしにこれまで世界の潮流に取り残されていた日本のマーケットを変えていくだろう。また、米国労働省が示したエリサ法における「ESGが投資の経済的・財務的価値と直接的な関係がある場合、運用の際に考慮すべき要素となる」という見解も、日本の機関投資家に大きな影響を与えるだろう。なぜなら、これまでのエリサ法の受託者責任への解釈によって、（筆者の表現を借りると）「SRIはエリサ法の信奉者から目の敵にされてきた」ものであり、日本においても古い受託者責任の解釈は「ESG関係者の頭上を覆っていた暗雲であった」からである。その暗雲が取り除かれ、日本においては、GPIFのPRIへの署名と時期も重なり、公的・企業年金基金が責任投資を本格的に開始する条件が整ったと主張されている。しかし、日本の年金基金の実情を踏まえると取り組むべき課題は多い。自家運用をしない日本の年金基金がどこまでESGを投資プロセスに組み込む意思のある運用機関をパートナーとして選べるか、モニタリングし、マネジメントできるかという挑戦と、これまでのようにアクティブ運用の一つとしてESGを捉えるのではなく、投資プロセスの中にESGを組み込んでいく「ESGインテグレーション」への挑戦が鍵となろう。本章では、日本のアセットマネージャーの事例として、三井住友信託銀行のESGインテグレーション事例とりそな銀行松原氏よりりそな銀行の責任投資事例が紹介されている。また、長きにわたってサステナブル投資を研究対象としてきた高崎経済大学水口教授が海外からの視点で日本の動きを見た感想をコラム寄稿をされている。

第2章では、日本のSRI投信についての個人投資家の動向を捉えている。日本で唯一、16年間にわたってSRI投資信託市場の動向をデータで捉え、分析を加えて世界に発信する社会的責任投資フォーラム白書の一つの目玉となる章である。過去16年間の市場動向も合わせてご覧いただきたい。1999年にSRI投資信託が設定されて、2007年の残高1兆円超えから、リーマン・ショックでの資産残高半減を経験したSRI投資信託市場は、2011年後半からは2,100億円～2,600億円程度の水準を維持して推移している。しかしながら、直近2年間でのSRI投信残高は2013年9月末の2,440億円から2,160億円へと11.5%減少を記録している。SRI投信を投資対象と評価項目別に分類し、その純資産残高を2013年9月末時点と比較すると、投資対象別では国内株式型が42.4%から54.5%に増加し、国際株式型は50.0%から40.2%に減少した。評価項目別では、これまでは環境を評価項目としたファンドが純資産残高全体の7割以上を占めていたが2015年9月末時点では58.6%まで減少している。トータルでは依然として「国際株式型×環境」が最も大きな部分を占めているものの、やや分散が進んでいる。SRI投信の新規設定・償還の状況を見ると、SRI投信の本数は2010年6月末時点の94本をピークに減少傾向に転じたが、その後下げ止まり、2015年9月末時点では74本となっている。2011年前半から3年以上にわたって新規設定がない状況が続いていたが、2014年後半からは償還本数を上回る新規設定が見られるようになっている。評価項目別に見ると、直近2年間に新規設定されたSRI投信10本のうち6本が、ウーマノミクス（女性活躍）をテーマとしていることが特徴として挙げられ

る。SRI投資信託の資金フローを見ると、SRI投信のネットの資金流入出額ベースでは、純減が続いている。2007年まではファンドの設定に合わせて資金が流入する様子が見てとれるが、リーマン・ショック後の市況の混乱を経て、2010年以降はファンドの新規設定・償還の動向にかかわらず、資金フローの純減が恒常化している。再びファンド本数が増加を始めた2014年後半以降も純減が続いた。近年は比較的良好な投資環境が続いており、運用効果による純資産残高の増加が見られるが、解約・償還による資金流出に相殺され、トータルでは純資産残高の増減がほとんどない状態が続いている。本節の執筆に当たっては、分析は筆者大竹氏によるもので、株式会社QUICKより各種データをご提供いただいた。

また第2章では、社会貢献型債券市場の動向にも触れている。日本では、2008年3月の日本国内での第一号案件が個人投資家対象に販売されたが、社会貢献型債券は、個人投資家向けの累計販売額が2014年に1兆円を突破し、2015年9月末時点で累計販売額1兆1,205億円、発行残高5,642億円となっている（発行時為替レート換算。中途売却による残高減加味せず）。2013年9月末時点と比較すると、累計販売額で3,279億円の増加、発行残高で896億円の増加となっており、2008年の登場以来、7年経った今でも増加傾向を維持している。また、2013年11月に販売された国際金融公社による「女性の力 応援ボンド」という日本の社会貢献型債券で初めてジェンダーをテーマとした商品も販売開始された。社会貢献型債券の新たな成長や動きの背景について、筆者徳田氏は「①利害関係者の方向性の一致」、「②シンプルな商品性と高金利通貨」、「③ベスト・エフォート型の普及」の3点をポイントとしてあげている。一方、機関投資家を対象とした発行・販売においても、生命保険会社を中心として社会貢献型債券への投資を成長投資として位置づけ、機関投資家による好意的な動きが見られる。日本政策投資銀行や三井住友銀行など邦銀からのグリーンボンド発行もはじまっており、投資家側・発行体側の双方からモデルケースとなる事例が出始めている。

第3章では、株主行動について触れている。2014年2月に施行された日本版スチュワードシップ・コードへは、2015年11月末時点で海外機関も含め合計201機関が署名している。国内の主な運用会社はそのほとんどが署名しており、アセットオーナーとしてGPIFをはじめとする公的年金や企業年金、生命保険会社等も署名している。一方、2015年6月1日付で施行された「コーポレートガバナンス・コード」は国内上場企業を対象とするものであり、市場1部、2部上場企業はすべての原則について遵守か説明の義務を負う。これに伴い、コーポレートガバナンス報告書の様式が変更され、2015年6月以降に開催される年次株主総会の日から6か月以内に新様式での報告書提出が求められることとなった。2015年11月末までに全上場企業の約3割にあたる1,089社が報告書を提出している。しかしながら、このコードは法律ではなく、英国流の「遵守するか説明せよ（comply or explain）」というプリンシプルベースであることに対して、筆者山﨑氏は「今まで日本ではルールベース、つまり守るべき規制を定めてそれを遵守するというやり方だったことから、まだ説明に慣れていない状況であるといえよう」と述べている。ふたつのコードを結ぶキーワード「エンゲージメント」にも期待が高まる。建設的な対話の一つの形であるESGの株主提案、総会での議決権行使の動向においても変化が起こりつつあるという。例えば、近年では、単独の個人株主や機関投資家、もしくは大株主（個人、投資会社や自治体等）によって提案される例が増え、これらの多くは、取締役や監査役の選解任や企業経営の透明性向上を要求するといった企業経営への関与を深めることを目的とするケースが多くなっている。日本の投資家による「建設的な『目的をもった対話』」、つまり企業活動や体制の改善など、変化を促すための対話に期待が高まる。

第4章では、サスティナブル・ファイナンスと題して、金融の持続可能性に向けての様々なアプローチ（ファイナンシング、コミュニティ投資、環境不動産、プライベートエクイティ）について日本の動きを紹介している。

金融行動原則について紹介された筆者竹ヶ原氏によると、「21世紀金融行動原則」へは2015年9月現在、署名機関数は195に拡大し、銀行、証券、保険の主要大手はもとより、全国の地方銀行、信用金庫等を広くカバーするに到っている。形式的には、ESG投融資を展開するための業種の壁を越えた基盤は整ったといえる」。しかしながら、今後の発展に向けて、金融機関による自立した活動や署名機関間での温度差といったような課題をクリアする必要がある。

コミュニティ投資、クラウドファンディングについて、筆者多賀氏によると、2015年12月1日時点で、NPOバンクは25団体となり、2015年3月末時点での生活困窮者向けまたは社会的企業を主な融資対象とする14団体の融資累計は32億円あまりとなっている。制度面では、2014年の金融商品取引法改正により、マイクロ投資ファンド（投資型クラウドファンディング）のうち集団投資スキームに対する規制緩和が進み、休眠預金の活用については2016年1月からの通常国会での法案成立を目指した議論が続いている。2015年の通常国会に提出された法案によると、コミュニティ投資の担い手がこれらの休眠預金の「資金分配団体」として位置付けられている。本節では、沖氏がマイクロファンド投資について、自身の経験を盛り込んだコラムを寄稿している。

環境不動産もサステナブル投資の分野で期待が高まる分野である。これまで、日本においては世界的な環境不動産認証（例：LEED）を取得する建築物やプロジェクトはほぼ皆無であったが、筆者平松氏によると、ここにきて認証取得に成功する案件が出てきている。日本の建築物は一般的にエネルギー効率などの環境性能が良いとされてきたが、それを世界的に受け入れられている認証システムで証明することで、あらたな責任投資分野での投資機会の拡大にアピールポイントとなるであろう。

わが国には、386万社の企業が存在しており、上場企業が日本国内の3,500社であることから、実にその99.9%は非上場企業である。もちろん、実際の投資対象は選択されるわけであるが、筆者である棚橋氏は「日本の全従業員の69.4%が中小企業で働いており、53.3%の付加価値が創出されていることを考えるとPEというセグメントへの投資を真剣に考えることこそ、サステナブルな日本経済発展を考えることになると考えるのは自然な発想であろう」と述べている。本節では、まだ上場株式投資が中心の日本の責任投資に対して、プライベートエクイティ投資での責任投資の発展に向けて、プライベートエクイティを実践するにあたってのポイントが述べられている。

おまけ

エグゼクティブサマリー執筆者がSRI（社会的責任投資）という言葉と出会った16年前は、「よい企業に投資すればよいパフォーマンスが期待できる（はず）」という漠然とした“思い”に（社会的）責任投資推進者は頼っていたような気がする。そして、それは明らかにごく一握りのマーケットの推進者の間での議論であった。しかし、今は違う。日本は大きく動き始めた。投資の様々な場面でESGやスチュワードシップが議論されるようになり、様々な投資実務者は「なぜESG投資が必要なのか」という議論から「どのように実践するか」という議論をするようになってきている。次の白書が出るまでの2年間で、日本は本格的にESG投資を根付かせることができるだろうか。日本の投資家（機関投資家・個人投資家）によるさらなる議論と実践が期待される。日本のサステナブル投資を引っ張る執筆者たちの執筆内容を咀嚼する中で、またここから10年、15年経ったとき、「自分はあの変革に関わっていた」と誇らしく振り返る人がより多く生まれれば良いという思いに駆られ、エグゼクティブ・サマリー執筆者の余計な私見に紙面を割いてしまった。

鷹羽 美奈子

1 機関投資家の動向

1. 年金基金の責任投資

(1) 日本版スチュワードシップ・コード（SSC）の導入が持つ意味

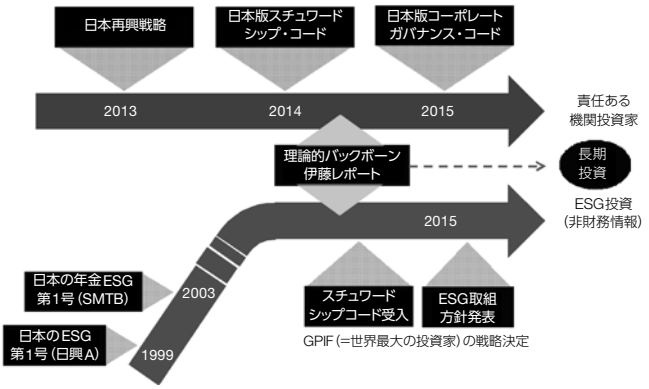
後年、2015年は、日本の責任投資のターニングポイントとなった年と言われるかもしれない。1999年に第一号ファンドが生まれ、その後順調に拡大しつつあった責任投資市場は、リーマンショックで急ブレーキがかかって縮小に転じ、その後長く低迷した。それが2015年に再拡大の兆しを見せ始めたのは、日本版スチュワードシップ・コード（SSC）の導入の影響と考えて間違いない。

周知の通りSSCとそれに続いて2015年に導入されたコーポレートガバナンス・コードは、2013年に安倍内閣が打ち出した国家再興戦略の主要政策の一つだ。その目的は「攻めのガバナンス」によって「日本企業の稼ぐ力を回復させる」ことにあるが、一方でバブル崩壊以降長期にわたって低迷していた日本の株式市場を回復させる起死回生策でもあった。それはどういうことか。

日本において企業と投資家は、長きにわたって相互不可侵の関係にあったと言える。そもそも企業は資本市場から資金を調達しているという意識が薄く、本音では門外漢（投資家）が経営に口を挟むことを好まない。他方、投資家も企業を「所有」しているという感覚はほとんどなく、取引関係上のしがらみもあって企業に「ものを言う」ことを憚ってきた。つまり暗黙の相互不可侵である。ただ投資家はものを言わない代わりに市場の守護者という意識もなく、拘りもない。事実、企業年金などはここ10年日本株のウエイトを一貫して引き下げており、それが株価の低迷に拍車をかける負のスパイラルを呼んできた。このような自国の投資家すら見限った株式市場に、変化のシグナルを送ったのがSSCなのである。

2015年9月27日、国連サミットで安倍首相は、「この度、世界最大、1兆米ドル規模の年金積立金を運用する我が国のGPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）が、国連の責任投資原則に署名した。これは、持続可能な開発の実現にも貢献することとなるでしょう。」と演説した。前年にSSCをいち早く受け入れ、ESGに関する調査を公募するなど保守的なGPIFに変化の兆しはあったが、実践はまだ先だと多くの関係者が思っていただけに驚きだった。翌日発表された「ESGの取組みに係る基本方針」には、「スチュワードシップ責任を果たす一環として、ESGへの取り組みを強める」とある。SSCとPRI（責任投資原則）は制定の背景が異なり、SSCの本家英国でも金融当局は両者の混同を歓迎していないが、ともに投資先の企業に長期的な価値の向上を求めるコンセプトであり、概念的な統合に違和感がない。世界最大のアセットオーナーであるGPIFが革新的な考えを示したことは好意を持って受け止められた。世界の潮流に取り残されていた日本のマーケットを変えるドライバーになる可能性もある。SSCはESGへの扉も開いた。

図1-1-1



(2) 米国労働省の新見解の年金への影響

米国にエリサ法（Employee Retirement Income Security Act：従業員退職所得保障法）という企業年金の受給者の権利を保護することを目的に1974年に制定された法律がある。企業年金が対象だが、その影響力は巨大な米国の公的年金にも及び、欧州の年金市場にも実質的に影響を及ぼしている。現代投資理論に基づかず非倫理銘柄を除外していた社会的責任投資（SRI）はエリサ法の信奉者から目の敵にされてきており、事実、米国の企業年金はほとんど責任投資を行ってこなかった。日本の年金においてもその例に洩れず、黎明期の2003年、SRIは有識者から徹底的に嫌われ、その後の市場の低迷の要因になった事実は否定できない。ちなみに海外の責任投資は公的年金、それもエリサ法から最も距離の遠い欧州の公的年金から拡大している。

このような状況を勘案すると、2015年10月22日エリサ法を監督する米国労働省が示した「ESGが投資の経済的・財務的価値と直接的な関係がある場合、運用の際に考慮すべき要素となる」という見解は革命的だった。労働省が敢えて今、こうした見解を示したのは、責任投資市場の爆発的な拡大に従来のスタンスを維持できなくなったからだと推測される。遅きに失しているし、マイナスがゼロになったに過ぎないが、長年ESG関係

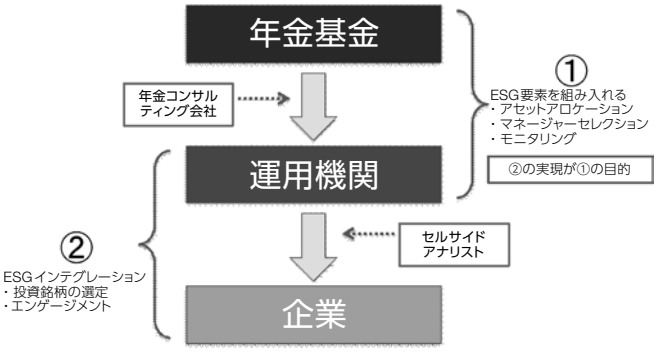
者の頭上を覆ってきた暗雲が取り除かれたことは間違いないだろう。日本においては、GPIFのPRIへの署名と時期も重なり、公的・企業年金基金が責任投資を本格的に開始する条件が整ったと考えて良いだろう。

(3) 年金基金の意思決定プロセスと責任投資

年金の運用は、通常独自の運用方針に基づき、年金ALMなどの結果を踏まえ基本資産配分計画を策定することが出発点だ。中小規模の基金であれば、その段階で運用機関に運用を「お任せ」で委託するケースも多いが、ある程度の規模の基金であれば、資産毎にアクティブ・パッシブ比率とアクティブ運用であればスタイルの組み合わせを決定し、年金コンサルティング会社のアドバイスも得ながらスタイル毎に委託する運用機関を選定し、マンデートを与える。マンデート通りに運用機関が運用を行なっているかを定期的にチェックするのも基金の役目である。このモニタリングの結果、期待通りの成果を出していない運用機関は首を挿げ替えられる。「期待通り」の意味はパフォーマンスだけではない。定性的な評価項目もあり、委託方針通りに運用していなければパフォーマンスを上げていても解約対象となりうる。

日本の年金は、企業年金連合会の一部の運用を除いて自ら運用（自家運用）は行わず、基本的には議決権行使を含め運用機関に委託している（委託運用）。責任投資も同様でESG投資の運用機関によって実践される。資産保有者（アセットオーナー）である年金基金の役割が必要以上に強調される傾向にあるが、ESG評価を踏まえた売買やエンゲージメントなどの株主権利の行使は運用機関（アセットマネージャー）の役割であり、結局のところアセットオーナーの役割はアセットマネージャーの役割をいかに果たさせるかということに尽きる。言い換えれば、投資プロセスにESGを組み込んで企業との建設的な対話についてもしっかり行うことができる運用機関を委託先に選定すること、そしてそれを確実に行っているかどうか定期的にモニタリングすることが重要なのだ。

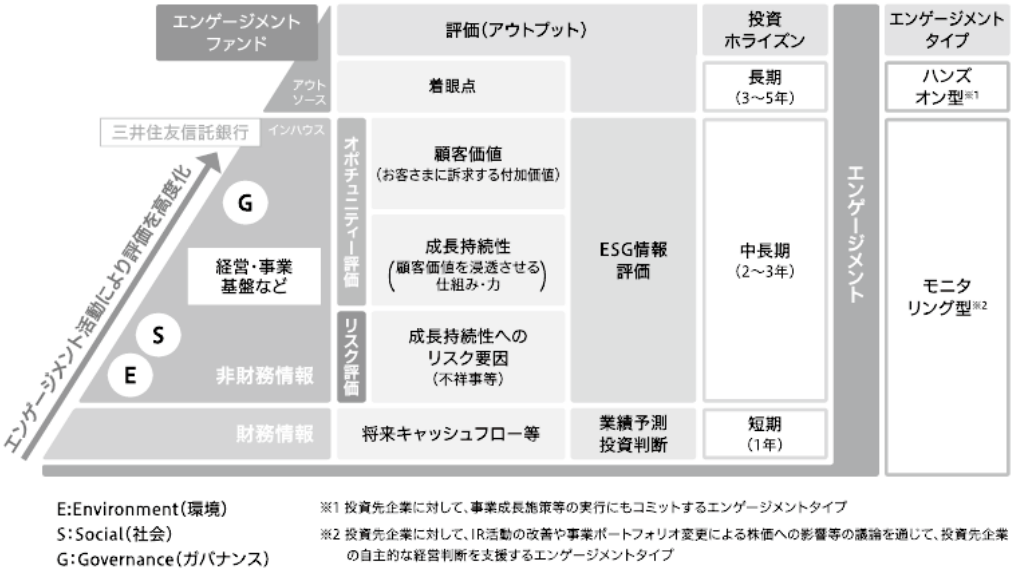
図1-1-2



アクティブ運用であれば、運用機関はESGを投資プロセスに組み込むことでパフォーマンス向上を目指すが、年金基金がどの程度の時間軸でそれを評価すべきか現段階では明確な基準はない。長期運用とは長期的な視点で企業価値を評価することであって、1銘柄を長期間持ち続けることを必ずしも意味しない。とは言え、年金基金が短期間のパフォーマンスで運用機関を評価すると「上がる株を買う」投資行動を惹起してしまう。SSCの評価にも当てはまることだが、資本市場の新たな役割に即した評価方法の確立が望まれるところだ。

ところで、日本の年金の責任投資は2003年に始まったが（KDDIと新生銀行の年金基金）が、これまでは国内株の特化型の責任投資ファンドにマンデートを与えるのが一般的だった。つまり、アクティブ運用の1スタイルという位置付けであるが、年金資産のごく一部を振り向けるに過ぎず残高は伸びなかった。他方、ファンド運用で実績を積んできた三井住友信託銀行が2015年度より開始したESGインテグレーションは、通常のアクティブ運用（2兆円）の投資プロセスにESG要素を組み入れたものである（ESGをテーマとしたエンゲージメントも行う）。運用残高の増加以上に、全てのアナリストとアクティブファンドのファンドマネージャーがESGに取り組むことになったことに意味がある。

図1-1-3　三井住友信託のESGインテグレーション



ちなみに海外の責任投資市場は排除型スクリーニングタイプのスタイルが大きく残高を伸ばし、インテグレーション、エンゲージメントが続く。日本人のメンタリティを考えると、排除型スクリーニングが増えるとは考えにくいが、インテグレーションは株式価値の追求という資産運用の本来目的との親和性が高く、今後の主流になっていく可能性が高い。また、SSCが定着させたエンゲージメントにESG要素を織り込むのは容易であり、今後活発になると思われる。一方、特化型の責任投資ファンドが下火になるとは考え難い。GPIFも「ESGの取組みに係る基本方針」に「ESGを考慮したスマートベータやアクティブ運用については、過去の運用実績も勘案し、超過収益が獲得できるとの期待を裏付ける十分な根拠を得ることを前提に取り組むこととし、研究を継続する」と明記している。

パッシブ運用については、必然的にESGをテーマとしたエンゲージメントを行うかどうかがポイントになる。低報酬のパッシブはエンゲージメントのコストを負担できないという指摘もあるが、日本には純粋なパッシブハウスがほとんどなく、両方のスタイルを提供する運用機関がエンゲージメントをアクティブ運用で行っているのかパッシブ運用で行っているのかを区別することは不可能だ。ちなみに三井住友信託銀行は、アクティブ運用の投資対象とする銘柄群にはより突っ込んだエンゲージメントを行うが、それ以外（つまりパッシブファンドでしか保有しない銘柄）でも問題があると考える企業とはエンゲージメントを行う方針である。

(4) ESGかGSEか

各地域のSIFは、機関投資家に責任投資に取り組ませるべく多くの労力を費やしてきたが、最近の状況はその努力が報われつつあることを示している。しかし、地球環境問題のような重要なサステナビリティ・テーマに関しては更に時間が必要かもしれない。この点を最後に述べたい。

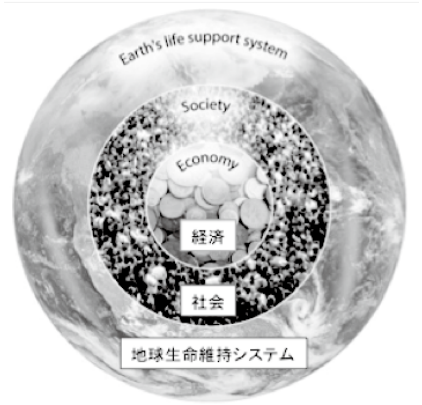
ESGの3要素の中で企業価値への直結度が高いのは、企業統治やリスク管理、コンプライアンスなど「G」の要素である。また、企業価値創造の直接的な担い手である社員、つまり「S」のとりわけ人事にかかわるテーマは極めて重要で、近年ESG調査機関が重視しだした分野である。これらの非財務マター（無形資産）が重要なのは企業経営からすれば当然であるが、評価が難しく業績とのタイムラグもあるのでアクティブ運用の中ではあまり重視されてはこなかった。しかし、メインストリームの投資家は、これらの評価メソッドを確立しアクティブリターンを追求することを優先する可能性がある。ESGの優先順位はGSEなのである。

しかし、国連はPRIを投資家に企業内の業績を左右する非財務情報のみを評価することを促すために制定した訳ではない。最近、国際的には持続可能な開発を「現在および将来の世代の人類の繁栄が依存している地球の生命維持システムを保護しつつ、現在の世代の欲求を満足させるような開発」と再定義する動きがある。オーストラリアのデヴィッド・グリッグス教授らが提唱するこうした考え方を示す図（図1-1-4）は、国際統合報告のフレームワークで示された6つの資本の図（図1-1-5）に非常によく似ている。自然資本はあらゆる環境要素を包含する地球生命維持システムと同義であり、その減少は企業活動どころか人間の存在の根幹を揺るがせるものだ。

そのように考えると、長期的に重要なのはGSEではなく、やはりESGなのだと言わざるを得ない。メインストリームの機関投資家が、こうした意識を持つようになるまでまだ時間がかかるかもしれないが、世界ではPRIが、日本ではSSCがその道を拓いたのではないだろうか。

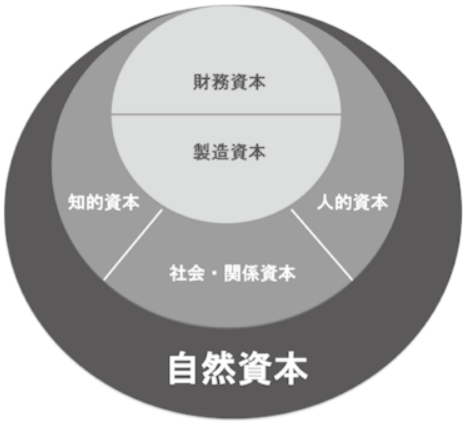
金井 司

図1-1-4



出典：Griggs, David et al., 2013

図1-1-5



出典：国際統合報告フレームワーク

2. 責任投資ーりそな銀行資産運用部門の取組み

(1) はじめに

当社は2008年5月、国連責任投資原則（PRI）に署名して以降、本格的に責任投資に取組んでいる。加えて2014年4月、日本版スチュワードシップ・コードに賛同を表明するとともに、行動方針を公表している。

当社の方針を要約すると、「資産運用業務等にかかる行動規範」内に「責任投資にかかる基本方針」を制定し、責任ある機関投資家としての趣旨、精神を共有していることである。そして、この基本方針を具体化したものが、①投資の意思決定プロセスへのESGの組込み、②投資先企業との建設的な対話、③受託者としての適切な議決権行使、の3つの施策であり、これらの考え方と意義について解説したい。

①投資の意思決定プロセスへのESGの組込み

当社は「シェアホルダーからステークホルダー」へと企業に対する社会の期待が高まっていく中、ESG評価の組込みは企業価値やその持続可能性について、多面的かつ長期的視点から評価する基準の一つになりつつあると考えている。このため、当社では長期の機関投資家として国内株式運用におけるESGインテグレーションの取組みを進めている。具体的には、ジャッジメンタルタイプの国内株式アクティブファンド全てにおいて、ESGを投資のパフォーマンスに影響する非財務要因、つまりプロダクト品質を向上させる触媒としての役割を果たしている。

ESGという言葉に捕らわれてしまうと非常に特殊な投資手法だと誤解されがちであるが、企業を評価する上で財務・業績の数字だけではなく、ESGを含む非財務面を見ることは今や必須となっている。他方、現状ではESGにかかる評価について規範や理論が確立されているわけではないため、今後、ESG投資には多様なアプローチが現れてくると思われるが、その多様性も意義があるものであり、多様性があるからこそ差別化が図れるものと考える。

②投資先企業との建設的な対話

当社が対話の重要性を主張する背景は2つあり、まず1点目は株主と企業との間の信頼関係の再構築である。株式投資は企業への資金提供という金融仲介機能があるが、本来貸し手と借り手の間の信頼関係がなくては成立しえない。しかし、昨今の株式市場は“取引の場”という側面が強く、株主と企業の信頼関係の希薄化が懸念されるが、企業との対話はこの状況の改善に寄与できるのではないかと期待していることである。2014年2月に日本版スチュワードシップ・コードが確定し、更には2015年6月より東証の有価証券上場規定の別添としてコーポレートガバナンス・コードが適用されるなど、対話に向けた環境整備は整いつつある。2点目は市場機能の変化である。昨今、多くの成熟企業にとって株式市場で資金調達する機会は乏しくなっており、主に内部蓄積した資金や事業が生み出すキャッシュフローを使って成長投資を行う事例が出ている。これを市場機能の観点から換言すれば、企業の中での資金配分の重要度が増しているということである。そのため、投資家が銘柄選択と同様に利益処分等の資金配分について企業と対話をすることが求められており、そこにも運用上の重要なエッセンスがあると考えている。

③受託者としての適切な議決権行使

当社は機関投資家として投資先企業のコーポレート・ガバナンス向上に重要な責任を負い、また、投資先企業を通じ、環境・社会に大きな影響を及ぼしていること、またそれらの変化は当社の運用成果にも影響を及ぼすものと認識している。

当社の責任投資では、取締役会の独立性や機能性、役員報酬、業績、リスク（社会・環境関連リスクを含む）への対応等を重視している。これらを中心に対話し、場合によっては議決権行使を伴うこともありうるが、その前提として、これら項目にかかる課題の相互認識と共有が重要なポイントとなろう。

以上、当社が責任投資を進める上での主要3施策であるが、特に投資に意思決定プロセスへのESGの具体的取組とこれらのPDCAサイクルを回す社内の仕組みである責任投資会議について触れたい。

(2) 具体的取組事例

①投資の意思決定プロセスへのESGの組込み

当社では2008年3月に国連責任投資原則への署名を通して責任投資に対する取り組みを進めてきた。その具体的な取組みの一つとして、アクティブファンドにおける「投資の意思決定プロセスへのESGの組込み」であり、中長期的に安定した付加価値の追求に努めている。

当社では、長年にわたるこれまでの運用経験から、ESG情報は短期的には必ずしも株価に織り込まれないものの、中長期の視点では株価水準を決定する要因の一つであると考えてい

る。そうしたなか、これまではESGを主にリスクチェック項目として捉え、それらを考慮したうえで投資の可否、投資比率の決定を行ってきた。加えて、2014年4月に日本版スチュワードシップ・コードの受け入れを表明したのを機に、ESGを売上・利益の持続的成長を背景とした企業価値の拡大に資する要因として捉え、その評価結果を投資銘柄・比率決定に反映させるべく、様々な検討・試行を行っている。

当社には複数のストラテジーのアクティブファンドを有している。ESG情報のどの部分に力点を置いて分析するのか、銘柄選定で利用するのか、あるいはウェイト付けで利用するのかは、各ストラテジーのコンセプトで異なっている。ここでは、4つの代表的なストラテジーについて、どのようにESG情報を投資の意思決定に活用しているか概略についてご紹介する。

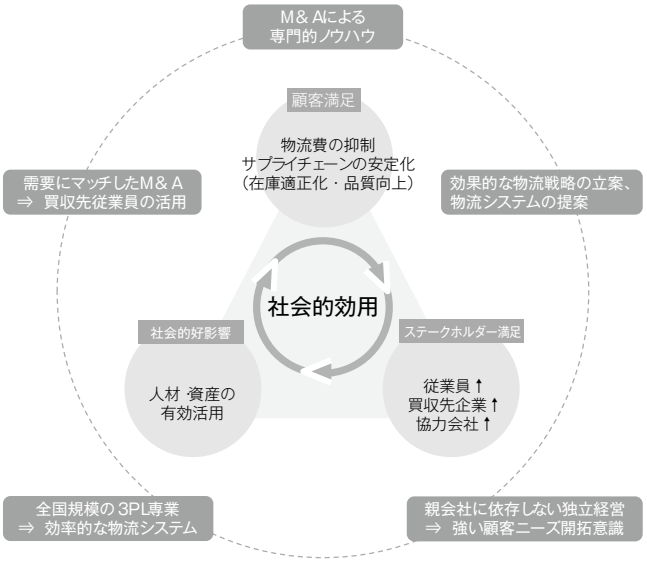
「市場型」ファンドでは、投資判断の確度を高めてファンドリターンを拡大するために、ESG要因を整理し独自のESG評価プロセスを構築。そのなかで、特にS（Social）の視点から「社会的効用の実現を通じた株主利益の持続的創出力」にフォーカスした分析・評価にウェイトを置き、事業活動を通じて社会の健全な発展に貢献する対価として安定的に利益を獲得できる企業の選別に努めている。

「社会的効用」とは①顧客満足、②顧客以外のステークホルダーの満足、そして③社会に及ぼす好影響の相乗効果と捉えている。社会的効用の創出力が高い企業はこの3要素のループを活発にする能力が高く、社会と共に持続的な成長を遂げることが期待できる。このような社会的効用の創出に優れた企業に対しては通常よりも高い投資ウェイトを付与するなどして、ポートフォリオに反映させている。

一例として、総合物流企業のA社についての分析を紹介する。（図1-2-1）物流業界においては、複数の荷主に代わり効率的な物流戦略を企画、物流システムを構築し受託運営する（3PL:サード・パーティー・ロジスティックス）動きがある。3PLは、その効率的な物流システムにより、①顧客満足:荷主の物流費の抑制、②ステークホルダーの満足：従業員や消費者の満足度向上、③社会的好影響:人手不足の緩和など、社会の各方面に利益をもたらす。

A社は、M&Aを通して多様な業界の業務フローに対する知見や従業員・物流施設などのリソースを獲得し、業容を拡大する中で顧客の信頼をさらに得る、この相乗効果によって高い成長を遂げている。その要因のひとつがM&Aであるが、なぜ多くのM&Aが成功しているのかを、対話を通じて探り明らかにした結果、今後も持続的な成長を遂げる可能性が高いと判断している。

図1-2-1　社会的効用のループ：A社の例



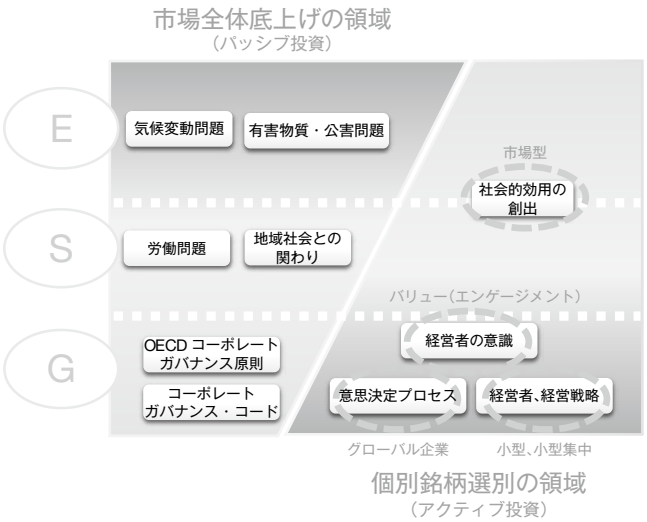
「グローバル企業」ファンドでは、企業の競争力を維持、向上させるために企業の意思決定プロセスが有効に機能しているかどうかを、G（Governance）を中心に分析・評価している。具体的には、①「どのような状況下」で、②「どのようなプロセス」でもって、③「どういった人たち」が、④「どのような意思決定」をしてきたのかを調査し、各企業がどのようなガバナンス体制で過去の環境変化に対応してきた、または今後対応していくのかを把握している。これにより、企業の意思決定や戦略構築上の強みや弱みをあぶり出し、企業経営への信頼性（確からしさ）を判断、その評価結果を投資銘柄のウェイト付けに反映させている。

「割安型（リサーチ（α））」ファンドでは、投資対象企業を選定する際に、株価が割安に陥っている原因を経営層が正しく認識しており、かつ実現可能性の高い施策を計画・実行することで、株価割安の原因を払拭できるのかという点に焦点を当て調査・分析を行っている。よって、企業との企業価値を高める対話とともに、G（Governance）を中心とした評価が重要な投資判断材料となる。

「小型株」ファンドでは、時価総額が小さく上場間もない企業や創業者一族が大株主という企業が投資対象となるケースがある。それら企業の組織体制は大企業に比べ脆弱である場合がしばしば見られ、創業者一族の強引な経営判断で、思わぬ企業価値の毀損を招く可能性が考えられる。このため、リスク面からG（Governance）を中心とした分析・評価に注力し、銘柄選定に臨んでいる。そのなかで、銘柄を絞って集中的に投資する「小型株（集中投資）」ファンドでは、ガバナンス面でのリスクチェックに留まらず、一歩進んで「企業は社会の公器」との意識を持った、信頼できる優れた経営者の率いる企業に対し、高いウェイト付けを行っている。

このように当社では、中長期的に安定した付加価値を追求するため投資の意思決定プロセスをより洗練したものへと日々取組んでいる。ESG情報を組込むことは有力なソリューションの一つであると考えており、今後も効果的なESG情報の活用に尽力していく予定である。

図1-2-2　りそなのESGの俯瞰図



②責任投資会議の役割と活動

責任投資会議では、責任投資にかかる基本方針にある上記の3つの具体的な取組状況（1. 投資の意思決定プロセスへのESGの組込み、2. 投資先企業との建設的な対話、3. 受託者として適切な議決権行使）や行動内容を協議・報告することで、「責任ある機関投資家の諸原則」及び「国連責任投資原則」に照らして行動内容が適切かどうか検証し、継続的に工夫・改善を図っている。

責任投資会議は、信託財産運用部署の担当役員および部・室長のほか、内部統制管理の観点から信託財産運用管理部署の担当役員および部・室長が参画し構成している。出席者は積極的かつ適切な関与を行い、それぞれの経験知、知見を活用している。

責任投資会議は、2014年4月に設置、2015年9月末まで19回開催。会議では、主に上記1から3の具体的な取り組みについて、協議、報告を行った。

具体的には、議決権行使基準の変更協議、明確に判断できない議案の審議、アクティブ運用における投資の意思決定プロセスへのESGの組込み状況や企業との対話内容とその成果等について報告し、今後の取り組みの改善につながる議論を実施。そこでの協議内容や改善への意見をもとに、今後の対話の取り組みや議決権行使等の活動の改善を図り、より高いレベルでのスチュワードシップ責任を果たしていくものとして機能している。

日本でも「売り手よし」「買い手よし」「世間よし」の「三方よし」の考え方が浸透しているように、企業と社会は切っても切れない関係にある。

日本版スチュワードシップ・コードの副題である「企業の持続的成長を促す」とは、自他共栄の精神で様々なステークホルダーに支えられながら、企業・投資家・社会共に「持続的成長を実現する」ことではないか。そして、それを実現するため長期の機関投資家は厳しく律する縁の下の「力持ち」としての役割を期待されており、我々も長期機関投資家としてその付託に応えていくべきであると考えている。

松原 稔

【コラム】海外から見た日本

ロンドンに1年間滞在し、海外から日本を見る機会を得た。自分が日本人なので、当然、バイアスがあるだろう。たとえば、6月のRI Europeや9月のPRI in Personなどのシンポジウムの会場で誰かと会えば、たいてい、日本の話を振ってくれる。

「日本もスチュワードシップ・コードを導入したね」

「影響は大きいのかい?」

「統合報告に熱心らしいじゃないか」

10月以降はこれに「GPIFが署名したよね」という話が加わる。もちろん彼らは、相手が日本人だから日本の話をしているのであって、「みんなが日本に注目している」と思うのはきっと誤解だろう。

とはいえ、振れる話題があるほどには、ポジティブなサインが増えているのも事実である。もし2年前に来ていたら、スチュワードシップ・コードの話もなかったのだ。日本がとても注目されているとは言わないまでも、注意してみておく必要のある国の1つとは思われているようだ。だが、そのレベルでいいのだろうか。

日本とはどういう国なのか。2014年の名目GDPで見るとアメリカの17兆4千億米ドル、中国の10兆4千億米ドルに次いで、4兆6千億米ドルで世界第3位である。CO_2の年間排出量は世界の3.9%だが、それでも国別にみると中国、アメリカ、インド、ロシアに次いで第5位である。年金資産で見るとどうか。金融メディアのPensions & Investmentsと人事コンサルティングのTowers Watsonが世界の年金基金の運用資産額上位300社のリストを作っている。第1位はもちろんGPIFである。第2位はノルウェー政府年金基金。上位300位までに入った年金基金の数では日本は第5位だが、運用資産額の比率で見るとアメリカの37.6%に次いで、11.6%の第2位である(表1)。だが、責任投資の分野で、この資金量に見合うほどの存在感があるようには思えない。

たとえば、責任投資原則(PRI)の署名機関数を国別に見ると、日本は資産保有者が9機関で11番目、運用機関は22機関で13番目である。アジアの中ではトップだが、アメリカはもちろんイギリス、オランダ、オーストラリアなどと比べても少ない(表2)。インターネットでこの分野のニュースを配信しているResponsible Investor誌は、毎年、世界の1,000以上の年金基金の年次報告書を調査して、責任投資に関する優れた報告を表彰している(RI Reporting Awards)が、過去3年間の受賞機関はオランダ、フランス、スウェーデン、イギリス、ノルウェーと、ヨーロッパに集中している。この表彰制度は英語で書かれた報告書が対象なので、日本の年金基金が入っていないのは当然と言えば、当然である。日本が目立たない理由の1つは、英語による発信が少ないからだろう。言語によるバイアスはたしかにある。だが、理由はそれだけではなさそうだ。たとえば、仮に日本の年金基金が英語の報告書を作ったとしたら、優れた責任投資報告として表彰されるだろうか。

この分野で存在感を感じるのは、気候変動について調査レポートを出した、サプライチェーンや人権問題でエンゲージメントをしたなど、「何か」をして、それを発信しているケースである。PRIに署名した日本の運用機関も、日々真面目にESGを企業評価に織り込んでいるに違いないが、それだけでは世界の中での存在感は高まらない。

何も、目立つことが大事だと言いたいわけではない。持続可能で健全な社会を実現することが、結局は長期の投資家にとっての利益だとすれば、そのために何をしているのか。いわば責任投資コミュニティの共通の利益のために、それぞれの規模に見合った貢献をする。そういうことが問われるのではないか。海外から日本を見て感じるのは、こういう面での「打ち出し方」の違いである。

GPIFがPRIに署名したことで、資金面での日本の比重はぐっと高まった。スチュワードシップ・コードの導入も知られている。そろそろ世界の責任投資コミュニティの中でも存在感を持ち始めていい頃ではないか。ここまで体制が整って、さあ日本はこれからどう動くのか。そういう意味では、期待も高まっていると言っていいだろう。

水口 剛

表1　世界の年金基金上位300の内訳

国名	上位300に入る年金基金数 (　)内は順位	運用資産総額の比率 (全体に占める比率)
アメリカ	128 (1位)	37.6%
日本	15 (5位)	11.6%
オランダ	13 (6位)	6.9%
ノルウェー	1 —	5.8%
カナダ	19 (3位)	5.6%
イギリス	27 (2位)	5.4%
オーストラリア	16 (4位)	3.4%
韓国	3 —	3.0%
デンマーク	8 (9位)	2.2%
スウェーデン	7 (10位)	2.1%

出典:Pensions & Investments and Towers Watson (2015), P&I/TW 300 analysis Year end 2014.

表2　責任投資原則の国別署名機関数(2015年11月9日時点)

資産保有者(Asset owners)		運用機関(Investment managers)	
イギリス	43	アメリカ	183
オランダ	37	イギリス	133
オーストラリア	34	フランス	118
カナダ	25	オーストラリア	74
アメリカ	24	スイス	44
ブラジル	17	オランダ	43
ドイツ	17	カナダ	33
スウェーデン	16	南アフリカ	32
フランス	11	ブラジル	29
フィンランド	11	ドイツ	28
日本	9	スウェーデン	27
ニュージーランド	8	フィンランド	23
スペイン	8	日本	22
スイス	7	スペイン	19

出典:PRIホームページ(http://www.unpri.org/)を基に筆者作成

2 個人投資家の動向

1. 投資信託

本節では個人投資家向けのサステナブル投資型金融商品の一つであるSRI投資信託について、「日本SRI年報2013」（以下、「2013年版年報」）での報告以後、2015年9月末までの直近2年間の動向を中心に報告する。

なお、本白書におけるSRI投信の集計対象の考え方については、表2の「JSIFが定めるサステナブル投資の基準」を参照されたい。

(1) SRI投資信託の現状

1999年にSRI投信が誕生してから16年あまりが経った。その間、純資産残高は2007年に一時1兆円を超えるまでに拡大したが、2011年後半からは2,100億円～ 2,600億円程度の水準を維持して推移している。ここ数年は比較的良好な投資環境が続き、資産運用に前向きになる個人投資家も増えていると考えられる。投資信託協会の統計によると公募投信（公社債投信を除く）の純資産残高は2013年9月末には62兆4,250億円であったが、2015年9月末には77兆807億円へと23.5%増加した。一方で、SRI投信は2,440億円から2,160億円へと11.5%減少した。

SRI投信を投資対象と評価項目別に分類し、その純資産残高を2013年9月末時点と比較する（表2-1-1）と投資対象別では国内株式型が42.4%から54.5%に増加し、国際株式型は50.0%から40.2%に減少した。

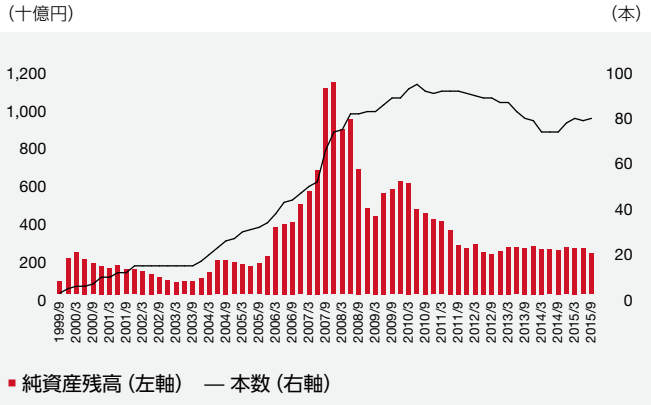
評価項目別では、これまでは環境を評価項目としたファンドが純資産残高全体の7割以上を占めていたが2015年9月末時点では58.6%まで減少した。一方で、後に述べるとおり直近2年で新規設定本数が多かったウーマノミクス（女性活躍）のほか、雇用、健康、シャリア適格1等、環境・CSR以外をテーマとするファンドの比率が純資産残高の10%を超えるまでになった。

トータルでは依然として「国際株式型×環境」が最も大きな部分を占めているものの、やや分散が進んでいる状況となっている。

(2) SRI投資信託の新規設定・償還の状況

図2-1-2で示したとおり、SRI投信の本数は2010年6月末時点の94本をピークに減少傾向に転じたが、その後下げ止まり、2015年9月末時点では74本となっている。推移の詳細を見るため、図2-1-3に新規設定本数をプラスに、償還本数をマイナスの棒グラフで示した。2011年前半から3年以上にわたって新規設定がない状況が続いていたが、2014年後半からは償還本数を上回る新規設定が見られるようになっている。

図2-1-2　SRI投信の本数と純資産残高の推移



出典：社会的責任投資フォーラム（JSIF）資料より執筆者作成

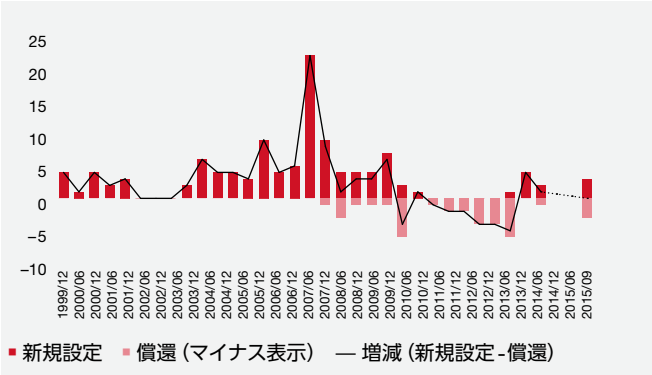
表2-1-1　SRI投信　分類別純資産残高（2015年9月末）　（単位：百万円）

評価項目	投資対象分類						合計	比率	参考値（2013年9月時点）
	国内株式	国内債券	国内複合資産	国際株式	国際債券	国際複合資産			
環境	41,474	—	—	81,326	3,196	536	126,532	58.6%	71.3%
CSR	58,868	—	—	3,087	—	5,513	67,468	31.2%	24.3%
ウーマノミクス	12,218	—	—	—	—	1	12,219	5.7%	1.6%
その他	5,183	—	—	2,433	—	2,124	9,740	4.5%	2.7%
合計	117,743	0	0	86,846	3,196	8,173	215,958		
比率	54.5%	0.0%	0.0%	40.2%	1.5%	3.8%			
参考値（2013年9月時点）	42.4%	0.0%	0.2%	50.0%	2.5%	4.9%			

出典：社会的責任投資フォーラム（JSIF）資料より執筆者作成

1 投資先企業がイスラム教の教義に抵触する事業（豚肉、アルコール、たばこ、武器、ギャンブル等）を行っていない、もしくは、当該事業から一定水準以上の収益を得ていないことを条件とする、などのイスラム教の法体系・規範への適合性を指す。

図2-1-3　SRI投信の新規設定・償還本数の推移



出典：社会的責任投資フォーラム（JSIF）資料より執筆者作成

評価項目別に見ると、直近2年間に新規設定されたSRI投信10本のうち6本が、ウーマノミクス（女性活躍）をテーマとしていることが特徴として挙げられる。本数が1本から7本へ、純資産残高は40億円から122億円へと拡大した。また、ウーマノミクスをテーマとするこれらの投信は国内株式への投資を基本としており、僅かではあるが国内株式型の比率拡大の一因ともなっている。

女性の活躍促進は目新しいテーマではないが、安倍政権が積極的に推進する政策の一つとなっている。アベノミクスにおける成長戦略の基本方針「日本再興戦略」（2013年6月）では、「特に、これまで活かしきれていなかった我が国最大の潜在力である『女性の力』を最大限発揮できるようにすることは、少子高齢化で労働力人口の減少が懸念される中で、新たな成長分野を支えていく人材を確保していくためにも不可欠である。女性の労働参加の拡大や、経営への参加の促進は、これまで以上に多様な価値観を取り込む新たなサービス・製品の創出を促進し、社会全体に活力をもたらす」とし、女性の採用・登用の拡大に向けた企業への働きかけや、女性の活躍促進を積極的に行っていく姿勢を打ち出した。

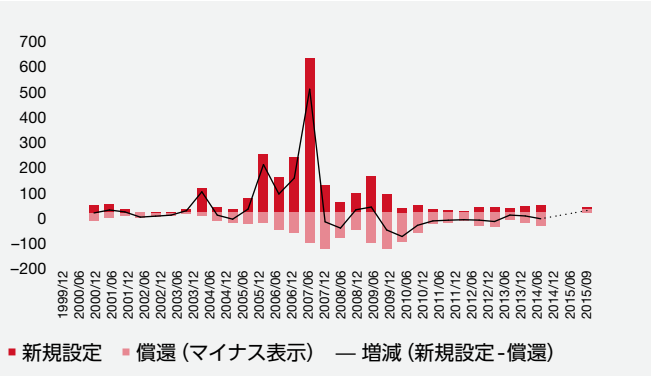
経済産業省は東京証券取引所と共同で、2013年から毎年、女性活躍推進に優れた上場企業「なでしこ銘柄」を選定、公表している。また、内閣府は上場企業に対しコーポレート・ガバナンス報告書へ女性活躍の取組状況を記載するよう促している。さらには、2016年4月に施行される女性活躍推進法では、従業員数301名以上の企業に女性活躍の取組状況の公表が義務付けられ、厚生労働省は公表内容を一元的に集計するデータベースの公開を予定している。

ちなみに、2014年6月に改訂された「日本再興戦略」には「健康経営の普及」が加えられ、経済産業省は東京証券取引所と共同で、2015年から「健康経営銘柄」の選定・公表を始めたほか、健康経営に関する情報開示ガイダンスの策定にも取り組んでいる。

(3) SRI投資信託の資金フロー

さらにSRI投信の現状をより詳細に把握するため、資金動向に着目する。図2-1-4に設定額から解約・償還額を差し引いたSRI投信のネットの資金流入出額の推移を示した。2010年前半からは恒常的に資金の純減が続いていたが、その規模は縮小しつつある。2015年第3四半期（7～9月）には3カ月連続で僅かに純増となった。

図2-1-4　SRI投信の資金フロー

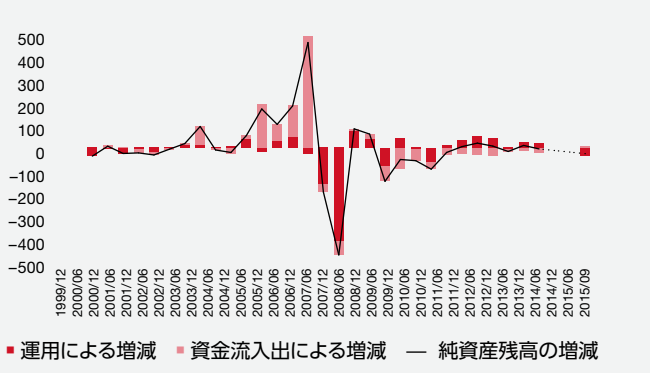


※2000年上半期（1～6月）以前のデータなし
出典：（株）QUICK提供データ、社会的責任投資フォーラム（JSIF）資料より執筆者作成

純資産残高の増減から資金流入出額を差し引くと、運用および分配金支払いによる純資産残高の増減が導かれる。この推移（図2-1-5）を図2-1-3と併せて見てみると、2007年まではファンドの設定に合わせて資金が流入する様子が見てとれるが、リーマン・ショック後の市況の混乱を経て、2010年以降はファンドの新規設定・償還の動向にかかわらず、資金フローの純減が恒常化している。再びファンド本数が増加を始めた2014年後半以降も純減が続いた。近年は比較的良好な投資環境が続いており、運用効果による純資産残高の増加が見られるが、解約・償還による資金流出に相殺され、トータルでは純資産残高の増減がほとんどない状態が続いている。前述の通り2015年第3四半期（7～9月）には資金フローは純増に転じているが、中国経済への不安の高まりなど投資環境の悪化により運用効果が得られず相殺され、純資産残高は減少した。

図2-1-5　純資産残高の増減要因分析

（十億円）



※2000年上半期（1 ～ 6月）以前のデータなし
出典：（株）QUICK提供データ、社会的責任投資フォーラム（JSIF）資料より執筆者作成

(4) 小括

以上に概観してきたとおり、SRI投信の純資産残高には、ここ数年大きな変化は見られない。ファンド本数については償還ペースが減速した一方で、2011年前半以降の3年以上の「空白期間」を経て、ファンドの新規設定も散見されるようになった。評価項目別には、ウーマノミクスをテーマとするファンドが増加するなど、多様化・分散化の兆しが見られる。こうした「新陳代謝」に加え、2013年版年報でも指摘した「国際株式型の比率減・国内株式型の比率増」というトレンドが直近2年間も継続したことから、「国際株式型×環境」への偏重は徐々に解消されつつある。

販売会社の状況に視点を置くと、近年、金融庁は販売会社における販売手数料収入を重視した営業に対する厳しい姿勢を強めており、限られた既存顧客への活発な乗り換え提案から、預り資産や顧客基盤の拡大重視へと営業姿勢の転換を迫っている。「平成27事務年度 金融行政方針」（2015年9月公表）では、「フィデューシャリー・デューティーの徹底を図る」との方針を示し、特に販売会社に対しては「投資信託の回転売買等手数料稼ぎを目的とした顧客本位とは言えない経営の問題が指摘されている」として、改善を求める姿勢を明確にしている。

2015年7月の「金融モニタリングレポート」によると、すでに6割超の販売会社が投信販売の業績評価指標として「預り資産残高」や「顧客基盤拡大」の比重を前年に比べて増加させているという。

このような投信販売態勢の変化は、ラップ口座（投資一任運用サービス）やラップ型投信（バランス型投信の一種）の営業強化というトレンドを生み出している。一方で、SRI投信の社会的側面は投資に関心が高くない人々からも興味を引き出すことがあると言われ、また、SRI投信は中長期投資にも親和性が高いとされる。こうした商品性をもつSRI投信が、その存在感を僅かでも強めることになるか注目したい。

本節で純資産残高に言及する場合、特記のある場合を除いて、いわゆるSRIハイブリッド投資信託（SRI運用50%、非SRI運用50%のように分散して運用されている投資信託）における非SRI運用分は控除している。また、一部に確定拠出年金（DC）専用ファンドやETFが含まれている。

なお、比較可能性を担保するため、各数値データは過去に遡及して再計算しており、「日本SRI年報2013」で報告した値とは一致しない場合があることにご留意いただきたい。

本節の執筆に当たっては、株式会社QUICKより各種データをご提供いただいた。

大竹 大

2. 債券

(1) 社会貢献型債券の起源

現在、国内外で拡大を見せている社会貢献型債券。投資利益と社会貢献を両立するこの金融商品の起源と考えられるのは、2006年11月に国際資本市場において発行された「予防接種のための国際金融ファシリティ（The International Finance Facility for Immunisation：IFFIm）」による債券、「Vaccine Bond（日本名：ワクチン債）」だろう。

数ある社会貢献型債券が登場する中で、依然として最も資金使途の透明性が高いと考えられるのがこの「ワクチン債」だが、その理由は発行体の組織の成り立ちにある。発行体であるIFFImは、70超の途上国で予防接種プログラムを展開しているGAVIアライアンスのために、資本市場を通じて資金調達することを目的として2006年に設立された。IFFImの主たる財源は、イギリス、フランスなど各国からの寄付金だが、各政府からIFFImへの寄付金拠出は、長期にわたって毎年行われることになっている。しかし、世界中の多くの子どもたちは今すぐワクチンを必要としており、この時間的なギャップを解消するために、「債券の発行」という金融手法が用いられることになった。これが「ワクチン債」が誕生したきっかけである。「ワクチン債」は、投資された全ての資金が、世界中の子どもたちのための予防接種プログラムに活用されるため、極めて高い透明性と社会貢献性を有していると考えられる。信用力に関しても、各国政府からの法的拘束力のある寄付金が財務基盤となっていること、世界銀行が財務マネージャーを務めていることから、主要な格付会社から高い格付けを取得。日本でも2007年に金融商品取引法に基づきソブリン性を確認されており、極めて信用力の高い債券と言える。この「ワクチン債」は、金融機能を開発分野に活用したモデルケースとして各方面から注目を集めている。

「ワクチン債」の発行が行われた翌年となる2007年には、国際機関として初めて「環境」をテーマとした社会貢献型債券が国際資本市場に登場する。欧州投資銀行（European Investment Bank：EIB）による「Climate Awareness Bond」である。「ワクチン債」は発行体の成り立ち自体が社会貢献性を持っていた一方、EIBはEUの政策目的の推進に貢献するプロジェクトへの支援を目的とする国際機関であるため、様々な事業が存在する。EIBは、その数ある事業の中から再生可能エネルギーやエネルギー効率改善の分野における将来のプロジェクトのみを抽出。「環境」に関連する資金使途として明確化すると共に、透明性の向上を目的に調達資金の分別管理を行うことで、高い社会貢献性と資金使途の透明性を持つ、発行体の組織の成り立ちに準拠しない新たな社会貢献型債券を生み出した。

この債券の更なる特徴としては、CO_2排出権が付与されているうえ、リターンがインデックスに連動する点が挙げられ、革新的な金融手法を活用した仕組債の一種であったことから、シンプルな商品設計であった「ワクチン債」とは一線を画す金融商品となっていた。

その更に翌年となる2008年には、世界銀行（World Bank）による「環境」をテーマとした「Green Bond（日本名：グリーンボンド）」が登場した。「グリーンボンド」により調達された資金は、温室効果ガスの排出削減及び温暖化による影響に対処する世界銀行の開発プロジェクトへの貸出に活用されることが社債要項に明記されており、またその資金管理方法については、EIB同様、分別管理が行われる。この「グリーンボンド」は、世界銀行という極めて高い信用力、高い社会貢献性と資金使途の透明性に加え、「ワクチン債」同様シンプルな商品設計が採られたことから、現在国内外の資本市場でブームとなりつつある社会貢献型債券の原型になった金融商品と考えられる。

なお、EIB、世界銀行が採用する資金の分別管理方法は「リング・フェンシング型[2]」と言われ、極めて透明性の高い資金管理方法として、足許では多くの国際機関による社会貢献型債券において採用されている。

2：リング・フェンシング型
調達資金を一般勘定とは区分けされた別勘定に計上して管理することで、資金使途の厳密性を担保しているものである。利点はいうまでもなく資金使途の透明性であるが、発行体にとっては調達資金を敢えて区別して管理することが、総合的な資金管理の面で効率的とは言い切れないとの指摘もある。

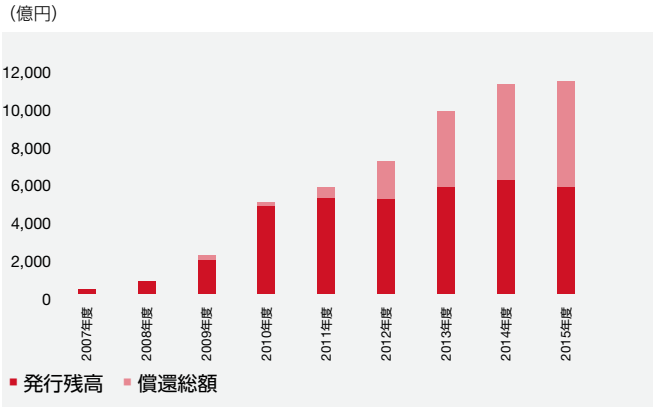
(2) 日本における社会貢献型債券の拡大

では、ここからは如何にして、この社会貢献型債券が日本の資本市場に根付いてきたのかを紐解いていきたい。まずは、個人投資家向けの市場から見ていく。

2008年3月の日本国内での第一号案件として、個人投資家対象に販売されたIFFImによる南アフリカ・ランド建ての「ワクチン債」以降、発行・販売が相次いできたこの社会貢献型債券は、個人投資家向けの累計販売額が2014年に1兆円を突破し、2015年9月末時点で累計販売額1兆1,205億円、発行残高5,642億円となっている（発行時の為替レートで換算。中途売却による残高減は加味していない）。2013年9月末時点と比較すると、累計販売額で3,279億円の増加、発行残高で896億円の増加となっており、2008年の登場以来、7年経った今でも増加傾向を維持。累計販売額の増加に伴い、多岐に渡るテーマで発行されるようになった。

2013年のSRI年報発行以降の動きとして特徴的なのは、2013年11月に販売された国際金融公社（International Finance Corporation：IFC）による「女性の力 応援ボンド」だろう。これは、IFCの「女性起業家のためのプログラム」を資金使途としており、ビジネスにおける女性活躍の重要性に鑑み、女性起業家の資金アクセス改善に向けた金融サービスの拡充を目指しており、日本の社会貢献型債券で初めてジェンダーをテーマとした商品となった。

図2-2-1　個人投資家向け販売実績



出典：大和証券　※2015年度は9月末実績

第一号案件から7年を経ても、依然新たな動きが見られる社会貢献型債券だが、何故これほどまでに日本の資本市場に根付いているのだろう。主な背景として挙げられるのは、「①利害関係者の方向性の一致」、「②シンプルな商品性と高金利通貨」、「③ベスト・エフォート型[3]の普及」、の3点だろう。

1点目の「利害関係者の方向性の一致」についてだが、まず投資家側から見てみよう。日本の資本市場において社会貢献型債券が産声を上げた2008年は、環境問題等の社会的課題に対する個人の意識が年々高まっていた中、金融危機を契機に「資金の行き先を考える」という投資の根本部分が見直される環境にあった。これにより、社会貢献に対する関心の高まりと豊富な日本の個人金融資産とが融合し、「投資を通じた社会貢献」というスタイルが定着しやすかったといえる。

発行体側から見ると、社会貢献型債券の発行は、自らの事業内容について幅広い投資家に認知してもらうための絶好の機会となった。もともと、日本の個人向け売出債市場は、高い預貯金比率を背景に、海外の発行体にとって重要な資金調達先だった。そうした中で登場したのが「ワクチン債」や「グリーンボンド」であり、その起債の成功は各発行体の関心を引き寄せたのである。

最後に販売側である証券会社の視点から見ると、発行体（資金の借り手）と投資家（資金の出し手）という両サイドのニーズに応えられる商品、とりわけ新たな投資家層を開拓できる商品としての活用が可能であった。社会的課題に関心の高い若年層を中心に“社会貢献”というアプローチから少額で投資に参加するケースも散見されており、「貯蓄から投資へ」の流れを促す新たな切り口としても期待が高まっていたのである。

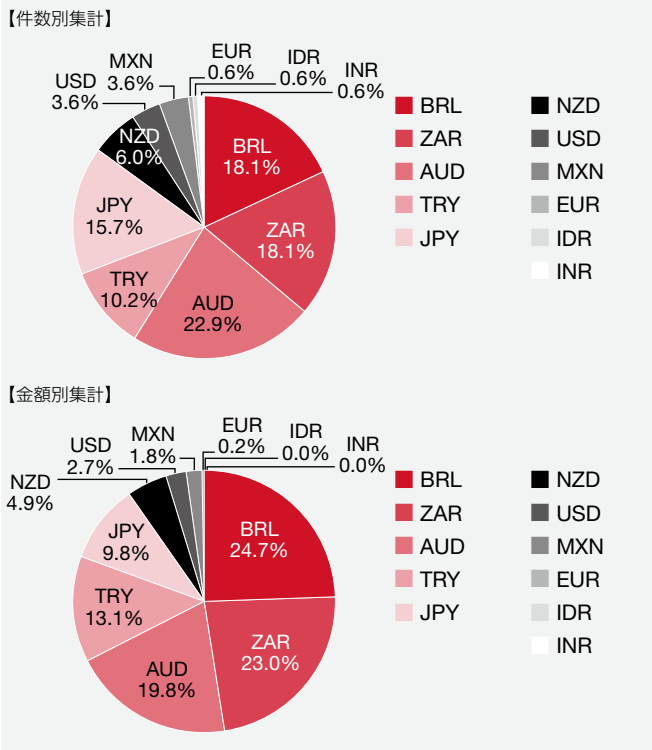
3：ベスト・エフォート型
調達資金について、あらかじめ定めた特定の事業分野に投じるよう「最大限の努力をする（best effort）」ことを謳ったものである。販売説明書などに明記されているが、そこに法的な拘束力はなく、別勘定への計上も行なわない。資金管理に関する新たなオペレーションは生じないため、容易に起債が可能である。

2点目は「シンプルな商品性と高金利通貨」である。シンプルな商品性は、幅広い投資家を呼び込むためには必要不可欠であり、いくら社会性を全面に押し出しても、複雑でリスクの高い商品では幅広い参加は見込めない。個人にとってなじみのある「満期一括償還・固定利付」であること、国際機関や高格付けの民間金融機関が発行体となっており、デフォルト・リスクに対する心配も少ないことが、投資のし易さにつながっている。

高金利通貨中心の販売となっている点も着目すべきポイントである。国内金利が歴史的な低水準に留まる中、より高い金利を求める個人投資家の潜在ニーズは高い。これまで販売された個人向けの社会貢献型債券を通貨別でみると、日本円を除く南アフリカ・ランド、豪ドル、ブラジル・レアル、NZドル、トルコ・リラの5通貨で件数ベースでは75%、金額ベースでは85%を占めている。

シンプルな商品設計の下、高金利を享受できる外貨建債券という特性を活かし、資金使途をクローズアップすることで社会貢献性という新たな付加価値を提供することに成功した商品ということができよう。

図2-2-2　通貨別内訳
(2015年9月末までの累計販売件数・額を集計)



出典：大和証券

3点目は「ベスト・エフォート型の普及」である。実は先に述べたリング・フェンシング型の資金管理方法は、発行体にとって事務負担が大きいことから、社会貢献型債券を検討するうえでの障壁となるケースが多かった。しかし、2009年11月にIFCが発行した「マイクロ・ファイナンス・ボンド」では、ベスト・エフォート型と言われる資金管理方法を採用。資金の分別管理を行わないこの資金管理方法は、発行体側の事務負担を大きく軽減することから、日本の資本市場における社会貢献型債券のテーマの拡大に大きく貢献したのである。

ただし、このベスト・エフォート型の資金管理方法は、投資家にとって、リング・フェンシング型対比で資金使途の透明性が劣る、という問題点がある。しかし、発行体・証券会社側は、その問題点を克服すべく、IRセミナーの開催や投融資事例を分かり易く記載した販売説明書の配布などを通じ、透明性の向上に努めていった。そういった取組みを背景に、このベスト・エフォート型の資金管理方法が個人投資家に幅広く受け入れられ、テーマの拡大を背景に投資家の選択肢も拡大し、新たなテーマが投資家の注目を集める好循環が構築されたのである。

一方、機関投資家を対象とした発行・販売を見てみると、2010年夏以降、地方銀行など特定投資家向けの発行・販売が急拡大し、2010～2012年までで20件255億円相当の起債が行われている。しかし、2013年以降は閑散と言わざるを得ず、日本の資本市場における社会貢献型債券は、個人投資家を中心に発展してきた商品であると言えるだろう。ここで少し視点を変え、海外に目を向けてみたい。

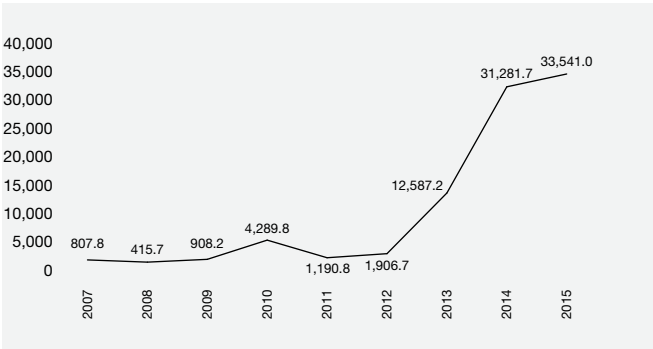
(3) 海外における社会貢献型債券の拡大

2006年の「ワクチン債」、2008年の「グリーンボンド」登場以降、社会貢献型債券は海外資本市場でどのような発展を遂げたのだろうか。

そもそも、2008年に起債された世界銀行の「グリーンボンド」は、スカンジナビアの年金基金が社会的責任投資の一環として、温暖化対策支援を資金使途とした債券の発行を希望したことが一つのきっかけとなっている 。こういった公的部門の機関投資家は、リング・フェンシング型の資金管理方法等、透明性の高さを重視する傾向にある。そのため、海外資本市場では、事務負担対比の妙味を見出すことができず、新たに社会貢献型債券を発行する発行体は限定的となった。しかし、スカンジナビアの年金基金という公的投資家をモデルケースに、債券投資における社会的責任投資やESG投資という考え方が徐々に広まる中、投資対象に社会貢献型債券を組み込む投資家が増加。発行体にとっても「調達基盤の拡大」という意義が生まれることで、2010～2013年にかけて徐々に社会貢献型債券の起債が増加したのである。

海外資本市場において、一番のターニングポイントとなったのが、2014年1月に作成された「グリーンボンド原則（Green Bond Principles：GBP）」だろう。これは、拡大するグリーンボンド市場の透明性を高めることを目的に作成された、グリーンボンドに関する業界初の自主的なガイドラインであり、グリーンボンドの定義や有り方（資金使途／プロジェクト検証・選定プロセス／発行代わり金の管理／報告）等が定められた。事務局は国際資本市場協会（International Capital Market Association：ICMA）が務めており、債券発行体、投資家、引受金融機関、環境専門家等が監修して作成された。このGBP策定後、グリーンボンドの透明性向上を背景に、民間企業を含む多くの発行体が社会貢献型債券の発行に踏み切っており、その市場規模は大きく拡大。グリーンボンドだけを集計しても、2014年には300億米ドルを超える発行が確認されている。なお、同年に本邦発行体初となる海外債券市場でのグリーンボンドとして、日本政策投資銀行（DBJ）が「DBJグリーンボンド」を発行している。

図2-2-3　グリーンボンド発行実績推移



出典：Bloombergより大和証券集計
※ BloombergでGreen Bondに分類されている債券を集計

GBPの作成により、新たなテーマを持った社会貢献型債券も増加している。GBPの全体的なスキームをベースに資金使途を変更することで、透明性の高いグリーン以外のテーマを持つ社会貢献型債券が発行されている。例えば、2014年9月に発行された米州開発銀行（Inter-American Development Bank：IDB）による「EYE Bond（EYE：Education, Youth, and Employment）」が挙げられる。当該債券の資金使途は、中南米・カリブ海地域諸国での教育・若年層支援・雇用支援プログラムに貢献するEYE Projectに係る融資となっている。

このように、日本の資本市場における社会貢献型債券が個人投資家主体で発展してきたのに対し、海外資本市場における社会貢献型債券は機関投資家主体であり、特にここ数年は日本の社会貢献型債券市場を大きく上回るペースで発展していることが分かる。

(4) 今後の展望

海外から日本を見ると、日本の社会貢献型債券市場の更なる発展に向けては、機関投資家の重要性が益々高まるように感じられる。実際、足許は好意的な動きが生命保険会社中心に確認されている。多くの生命保険会社は、社会貢献型債券への投資を成長投資として位置づけ、プレスリリースでの開示も頻繁に行っている。

加えて、2015年9月には年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）が、国連責任投資原則（PRI）への署名を行っている 。GPIFは運用受託機関に対してPRI署名とその活動について報告を求め、署名していない場合はその理由を求めるとしていることから、GPIFのPRI署名が日本の機関投資家にESGの概念を広めるきっかけとなる可能性も秘めている。

こういった投資家側の動きに加え、日本の発行体も徐々に動き始めている。2015年9月には、DBJが2014年9月の「DBJグリーンボンド」から対象アセットを拡大した「DBJサステイナビリティボンド」を発行。同じタイミングで、三井住友銀行も邦銀初となるグリーンボンドを発行している。

投資家側・発行体側の双方からモデルケースとなる事例が徐々に出始めている状況であり、日本の資本市場におけるサステナブル投資の流れを一層加速するための舞台は整いつつある。この流れをより強力なものとするため、投資家・発行体・証券会社が互いに協力し合い、時には政府をも巻き込んで、市場を築き上げていくべきではないだろうか。

徳田 健

i IFFImホームページ参照（http://www.iffim.org/）
ii EIBホームページ参照（http://www.eib.org/investor_relations/cab/index.htm）
iii 世界銀行ホームページ参照（http://www.worldbank.or.jp/debtsecurities/cmd/htm/WorldBankGreenBonds.html）
iv IFCプレスリリース（http://ifcext.ifc.org/IFCExt/pressroom/IFCPressRoom.nsf/0/31A3A5FE75BD940C85257C350074093A?OpenDocument）
v 世界銀行「グリーンボンドとは?」（http://www.worldbank.or.jp/debtsecurities/cmd/pdf/WhatareGreenbonds.pdf）
vi ICMA Green Bonds（http://www.icmagroup.org/Regulatory-Policy-and-Market-Practice/green-bonds/）
vii IDB EYE Bond Program（http://www.iadb.org/en/idb-finance/investors/eye-bond-program,18001.html）
viii GPIFプレスリリース（http://www.gpif.go.jp/topics/2015/pdf/0928_signatory_UN_PRI.pdf）

3 株主行動

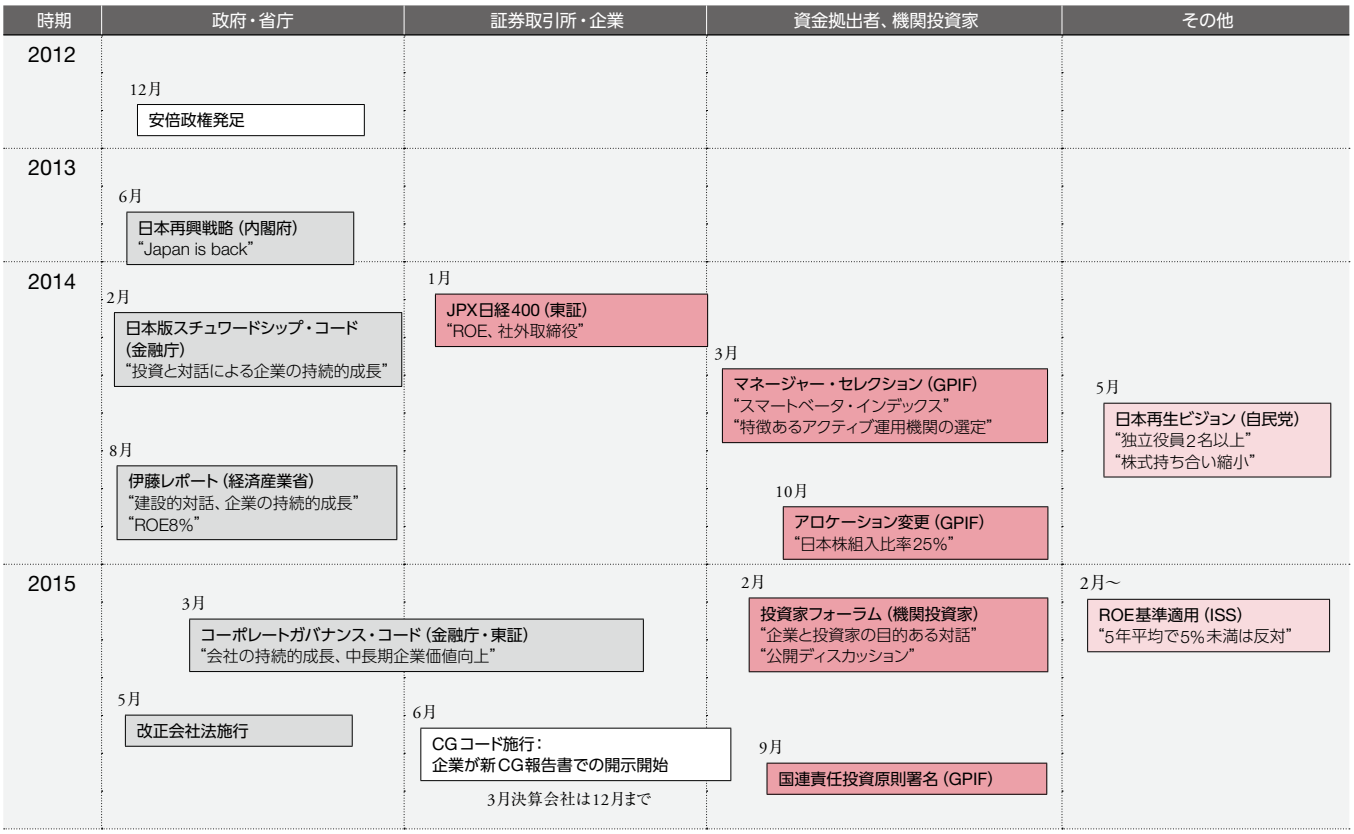
1. アベノミクスとコーポレートガバナンス

(1) 日本再興戦略の一環としての「コーポレートガバナンス改革」

2013年6月にアベノミクス三本の矢の三番目の矢である成長戦略として、「日本再興戦略～ JAPAN is Back ～」第一弾が公表されて以降、毎年6月に同戦略および中短期工程表の改訂版が公表され、実施・検討がなされてきた。

その内容は多岐にわたるが、さまざまな施策の中で具体的な成果が出たとされているものの一つが「コーポレートガバナンス改革」である。年金改革や伊藤レポート等も含めて2015年11月末までに実施された大きな意味での主要施策動向は下図のとおりである。

図3-1-1　主要コーポレートガバナンス施策と関連の動き



出典：首相官邸ウェブサイト「日本再興戦略中短期工程表」、各種報道等より筆者作成

(2) 日本版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

上記の施策はそれぞれ大きなインパクトを持っているが、特に「責任ある投資家の諸原則（日本版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」の導入は機関投資家を中心とした株主・投資家と企業の関係が大きく変わるきっかけとなりつつある。

先に導入された「責任ある投資家の諸原則（日本版スチュワードシップ・コード）」は7つの原則からなり、日本株式に投資する年金等の資金拠出者や信託銀行・投資顧問会社といった運用会社等が任意で署名するものである。2014年2月に施行されたが、署名機関数は2015年11月末時点で海外機関も含め合計201機関である。国内の主な運用会社は、ほとんどすべて署名しており、135兆円を超える運用資産を持ち世界最大の公的年金と呼ばれる年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）等の公的年金や企業年金、生命保険会社等も署名している。

一方の「コーポレートガバナンス・コード」は国内上場企業を対象とするものであり、2015年6月1日付で施行された。5つの基本原則、30の原則と38の補充原則、つまり合計73原則から

なる。市場1部、2部上場企業はすべての原則について遵守か説明の義務を負うが、JASDAQやマザーズといった市場については基本原則のみの対応でよいとされた。これに伴い、コーポレートガバナンス報告書の様式が変更され、2015年6月以降に開催される年次株主総会の日から6か月以内に新様式での報告書提出が求められることとなった。11月末までに全上場企業の約3割にあたる1,089社が報告書を提出している。

とはいえ、この二つのコードは法規制でない点には留意しておくべきであろう。いずれも原則（あるいはベストプラクティス）を提示し、英国流の「遵守するか説明せよ（comply or explain）」というプリンシプルベースのやり方を導入している。簡単に言えば、できない事情がある場合はその理由を書けばよいということなのであるが、今まで日本ではルールベース、つまり守るべき規制を定めてそれを遵守するというやり方だったことから、急に説明しろといわれても、例えば社外取締役が複数いない理由の説明など必ずしも簡単ではない。現在は新しいやり方が始まったばかりであり、まだ慣れていない状況であるといえよう。

二つのコードを結ぶキーワードの一つが「エンゲージメント」である。日本版スチュワードシップ・コードで、「エンゲージメント」は「建設的な『目的をもった対話』」であると定義されている。単に対話をするということではなく、企業に対して活動や体制の改善や変化を促すための対話を指している。コーポレートガバナンス分野において「エンゲージメント」という言葉を使い始めたのは英国の機関投資家であったが、いまや米国、欧州、アジアでもこの言葉は普通に使われるようになっている。今までのコーポレートガバナンス論では、国内でも海外においても企業不祥事に関連したコンプライアンス（法令遵守）と社外役員によるモニタリング（監督）機能とそれに関連する役員報酬の話が中心であった。しかし、今回アベノミクスの政策としてのコーポレートガバナンス議論は、企業価値の向上を企図したものである。コーポレートガバナンス・コードの前文には「会社は、株主から付託されたものとしての責任（受託者責任）をはじめ、様々なステークホルダーに対する責務を負っていることを認識して運営されることが重要である。本コードは、こうした責務に関する説明責任を果たすことを含め会社の意思決定の透明性・公正性を担保しつつ、これを前提とした会社の迅速・果敢な意思決定を促すことを通じて、いわば「攻めのガバナンス」の実現を目指すものである。本コードでは、会社におけるリスクの回避・抑制や不祥事の防止といった側面を過度に強調するのではなく、むしろ健全な起業家精神の発揮を促し、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を図ることに主眼を置いている」と書かれている。

2. 日本におけるESGの株主提案

国連責任投資原則の普及やコーポレートガバナンス改革等に伴って、エンゲージメントは機関投資家の重要なアプローチとして定着しつつある。欧米では複数の投資家による協働エンゲージメントも盛んにおこなわれている。日本においても、伊藤レポートや二つのコード等の例に見られるように、エンゲージメントへの注目が集まり、議決権行使の実践が広がっている。しかしながら、投資家の実際のエンゲージメントについては、事例として報告あるいはウェブサイトで公表されることはあっても、公開の場でエンゲージメントが行われることは少なく、社会の目に触れるのは報道や株主提案等であることが多い。

過去の年報においても記述されてきたとおり、日本においては、長きにわたって反原発グループが電力会社各社に対して反原発関連の株主提案を行ってきた。それらの株主提案は、一般にはいわゆる「一株株主」といわれる小規模保有の個人株主が集まって、株主提案基準を満たす議決権数を確保したうえで提案することが主流であった。しかし、近年では単独の個人株主や機関投資家、もしくは大株主（個人、投資会社や自治体等）によって提案される例が増えた。これらの多くは、取締役や監査役の選解任や企業経営の透明性向上を要求するといった企業経営への関与を深めることを目的とするケースが多い。

なお、日本においては株主総会決議事項が会社法で定められているため、株主提案は「定款変更」の形をとることが多い。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2/3以上の賛成が必須の特別決議議案である。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決議が法的拘束力を持つ点には注意を要する。

2014年7月から2015年6月までに開催された株主総会（定時・臨時含む）における株主提案提出状況は下表のとおりである。

表3-1-2　2014年7月以降の株主提案一覧

社名	証券コード	市場	総会	提案
タウンニュース社	2481	ジャスダック	2014.9	①剰余金配当、②自己株式取得
インテリジェントウェイブ	4847	ジャスダック	2014.9	①自己株式取得
宮入バルブ製作所	6495	東証2部	2014.9（臨時）	①監査役解任、②監査役選任、③取締役解任、④取締役選任
ツノダ	7308	名証2部	2014.9	定款変更、取締役・監査役選解任等全10議案
メディネット	2370	マザーズ	2014.1（臨時）	①取締役2名解任、②取締役6名選任
プラップジャパン	2449	ジャスダック	2014.11	①取締役選任
USEN	4842	ジャスダック	2014.11	定款変更4件
まんだらけ	2652	マザーズ	2014.12	①剰余金処分、②自己株式取得
アルファクス・フード・システム	3814	ジャスダック	2014.12	①取締役4名解任、②取締役2名選任、③監査役1名専任、④会計監査人選任
共同ピーアール	2436	ジャスダック	2015.3	取締役5名選任
日本たばこ産業	2914	東証1部	2015.3	①剰余金配当、②自己株式の取得
清和中央ホールディングス	7531	ジャスダック	2015.3	取締役2名選任
大塚家具	8186	ジャスダック	2015.3	①取締役10名選任、②監査役2名選任
トライステージ	2178	マザーズ	2015.5	①取締役選任、②買収防衛策廃止、③剰余金処分
ワキタ	8125	東証1部	2015.5	剰余金配当
fonfun	2323	ジャスダック	2015.6	取締役6名選任
プロシップ	3763	ジャスダック	2015.6	剰余金処分
王子ホールディングス	3861	東証1部	2015.6	定款変更
フジ・メディア・ホールディングス	4676	東証1部	2015.6	定款変更、取締役選任等全9議案
ジェイエフイーホールディングス	5411	東証1部	2015.6	取締役解任
北越メタル	5446	東証2部	2015.6	①取締役2名選任、②③定款変更
三井金属鉱業	5706	東証1部	2015.6	①代表取締役解任、②剰余金処分、③自社株買い入れ消却
大崎エンジニアリング	6259	ジャスダック	2015.6	①自社株取得、②取締役2名選任、③④定款変更
兼松エンジニアリング	6402	東証2部	2015.6	①社外取締役1名選任、②③定款変更
東芝	6502	東証1部	2015.6	定款変更7件
日本デジタル研究所	6935	東証1部	2015.6	剰余金処分
川澄化学工業	7703	東証2部	2015.6	自己株式取得
HOYA	7741	東証1部	2015.6	①取締役6名解任、②取締役選任、③～⑱定款変更
大日本木材防腐	7907	名証2部	2015.6	剰余金処分
三井物産	8031	東証1部	2015.6	①～⑥、⑨定款変更、⑦社外取締役解任、⑧自己株式取得
三菱UFJフィナンシャルグループ	8306	東証1部	2015.6	定款変更2件
四国銀行	8387	東証1部	2015.6	①定款変更、②取締役5名解任、③監査役1名解任
みずほフィナンシャルグループ	8411	東証1部	2015.6	①～⑩定款変更
西武ホールディングス	9024	東証1部	2015.6	①剰余金処分、②定款変更、③取締役選任
東京電力	9501	東証1部	2015.6	①～⑮定款変更
中部電力	9502	東証1部	2015.6	①～⑧定款変更
関西電力	9503	東証1部	2015.6	①～⑥、⑧～㉒定款変更、⑦取締役解任
中国電力	9504	東証1部	2015.6	①～⑤定款変更
北陸電力	9505	東証1部	2015.6	①～⑧定款変更
東北電力	9506	東証1部	2015.6	①～④定款変更
四国電力	9507	東証1部	2015.6	①、②定款変更、③剰余金配当
九州電力	9508	東証1部	2015.6	①～⑦定款変更
北海道電力	9509	東証1部	2015.6	①～⑥定款変更
シャルレ	9885	東証2部	2015.6	剰余金処分

注：網掛け は株主提案が可決した事例
出典：資料版商事法務、各種報道、公表資料より筆者作成

3. 株主総会に見る本邦機関投資家のESG認識の変化

ESGに関する本邦機関投資家の意識は前回年報発行時以降も着実に変化している。国連責任投資原則への署名は前回の年報時は合計28機関であったところ、13機関が新規に署名し、退会3機関を差し引いても署名機関は38まで大幅に増加した。また、2015年9月に年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）が国連責任投資原則に署名したこともあり、今後国内署名機関は増えるとみられる。

表3-1-3　日本の責任投資原則署名機関
（2015年12月1日現在　五十音順）

資産保有者（年金、保険等）9（新規5、退会1）
MS&ADインシュアランスグループホールディングス
キッコーマン年金基金
上智大学
セコム企業年金基金
損害保険ジャパン
第一生命保険
太陽生命保険
東京海上日動火災保険
年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）
フジ厚生年金基金
資産運用機関（信託銀行、投資信託、投資顧問等）22（新規5、退会1）
ACA革新基金運用
DIAMアセットマネジメント
HCアセットマネジメント
J-Star
MU投資顧問
T&Dアセットマネジメント
朝日ライフアセットマネジメント
エー・アイ・キャピタル
損保ジャパン日本興亜アセットマネジメント
大和證券投資信託委託
大和住銀投信投資顧問
東京海上アセットマネジメント
東京海上キャピタル
日興アセットマネジメント
ニッセイアセットマネジメント
野村アセットマネジメント
みさき投資
みずほ信託銀行
三井住友アセットマネジメント
三井住友信託銀行
三菱商事・ユービーエス・リアルティ
三菱UFJ信託銀行
三井アセット信託銀行
りそな信託銀行
サービスプロバイダー　7（新規3、退会1）
CSRデザイン環境投資顧問
QUICK
アークオルタナティブアドバイザーズ
インテグレックス
エッジ・インターナショナル
ツナギバ
ニューラル
グッドバンカー

注：カッコ内は前回年報以降の移動。網掛け は新規署名機関、取消線3機関は退会
出典：UNPRIホームページより筆者作成

このような動きに伴って、本邦機関投資家の議決権行使はどんどん厳しく、ほぼグローバルスタンダードに近い状況になっている。十数年前までは議決権行使は白紙委任があたりまえだったが、現在は、会社側提案への反対も、株主提案への賛成もあたりまえになっている。例えば、野村アセットマネジメントは買収防衛策議案について、2011年に「原則反対」に舵を切った。また、主にコーポレートガバナンス分野での機関投資家からの企業に対するエンゲージメントも活発化している。上述のとおりこのような活動が公開の場で行われることはほとんどないが、社外取締役や社外監査役といった社外役員の独立性やスキルの問題、取締役会の多様性（ボード・ダイバーシティ）、役員報酬や退職慰労金のあり方等について活発な議論がおこなわれている。そして、そのような議論を受けて、企業側が独立性の高い社外役員候補を選定したり、業績連動役員報酬を導入したり、退職慰労金制度を廃止したりする等の対応を実際に行うことが増えており、機関投資家によるエンゲージメントがコーポレートガバナンスの改善を促す結果となっている。

山﨑 明美

4 サステナブル・ファイナンス

1. 金融行動原則

(1) 21世紀金融行動原則とは

金融市場を活用して持続可能な社会を実現しようとする取り組みは、1990年代以降、UNEP FI（国連環境計画・金融イニシアチブ）、PRI（責任投資原則）、PSI（持続可能な保険原則）、プロジェクト・ファイナンス業務における赤道原則など、様々な国際的な枠組みの中で実践されている。こうした活動の日本版として「持続可能な社会の形成に向けた金融行動原則（21世紀金融行動原則、以下、「原則」）」が、起草委員会による文字通り手作り作業を通じて策定されたのが2011年10月であった。4年余りを経た2015年9月現在、署名機関数は194に拡大し、銀行、証券、保険の主要大手はもとより、全国の地方銀行、信用金庫等を広くカバーするに到っている。形式的には、ESG投融資を展開するための業種の壁を越えた基盤は整ったといえるだろう。では、その具体的な活動内容はどうだろうか。小稿では、前号で紹介された活動に続く、2013年度下期から2015年度上期にかけての実績について報告する。

まず、あらためて行動原則の内容を振り返ってみよう。

原則1　自らが果たすべき責任と役割を認識し、予防的アプローチの視点も踏まえ、それぞれの事業を通じ持続可能な社会の形成に向けた最善の取組みを推進する。

原則2　環境産業に代表される「持続可能な社会の形成に寄与する産業」の発展と競争力の向上に資する金融商品・サービスの開発・提供を通じ、持続可能なグローバル社会の形成に貢献する。

原則3　地域の振興と持続可能性の向上の視点に立ち、中小企業などの環境配慮や市民の環境意識の向上、災害への備えやコミュニティ活動をサポートする。

原則4　持続可能な社会の形成には、多様なステークホルダーが連携することが重要と認識し、かかる取組みに自ら参画すだけでなく主体的な役割を担うよう努める。

原則5　環境関連法規の遵守にとどらまず、省資源・省エネルギー等の環境負荷の軽減に積極的に取り組み、サプライヤーにも働き掛けるように努める。

原則6　社会の持続可能性を高める活動が経営的な課題であると認識するとともに、取組みの情報開示に努める。

原則7　上記の取組みを日常業務において積極的に実践するために、環境や社会の問題に対する自社の役職員の意識向上を図る。

原則本文は、上記の7条からなる。金融サービスという本業を通じて社会課題の解決や価値創造を目指すという主題が全体を通じて明確に打ち出されているのと同時に、予防的アプローチ、事業機会とリスク、地域振興、そしてマルチステークホルダーとの連携など、今日的なテーマも強く意識されており、業務領域やESG投融資への対応の進捗度合いの違いを超えて、多様な金融機関が自社の現状に則してコミット出来る内容になっている。

(2) 足下の活動状況

原則では、署名機関による主題に則した具体的な活動を重視しており、業務毎に行動指針としての3つのガイドラインを策定するとともに、これに対応するワーキンググループ（WG）を設置している。業務別に加えて横断的なテーマに対応したWGも2つ設置され、合計5つのWGを中心に活動が展開されている。

表4-1-1は、2013年下期以降の各WGによる活動状況をまとめたものである。

表4-1-1　各WGの活動（2013年度～ 2015年度上期）

WG名	年度	日時	主要テーマ
運用・証券・投資銀行	2013	①2013/7/8	統合報告
		②2014/1/17	個人投資家の心をつかむESG 投資商品
	2014	①2014/6/9	今後の方向性に関するフリーディスカッション
		②2014/9/11	日本版スチュワードシップ・コードへの対応
		③2015/1/11	企業価値対話とCSV
	2015	①2015/9/17	コーポレートガバナンス・コードへの対応
		②2015/12/7	エンゲージメント
保険	2013	①2013/10/25	世界有数の保険仲介サービス企業Willis Groupからの講演
		②2014/2/19	AXA生命保険、ニッセイ基礎研からの講演
	2014	①2014/11/18	レジリエンスと金融
		②2015/1/26	少子化対策・健康問題と金融
	2015	①2015/10/17	認知症シンポジウム（持続可能な地域支援WGとの共催）
預金・貸出・リース	2013	①2013/8/26	環境不動産と再エネ（環境不動産WGとの共催）
		②2013/10/15	地域における再エネとファイナンス（in 長野）／八十二銀行
		③2013/11/6	地域における再エネとファイナンス（in 鹿児島）／鹿児島銀行
		④2014/1/26	地域における再エネとファイナンス（in 滋賀）／滋賀銀行
	2014	①2014/10/16	地域における再エネとファイナンス（in 富山）／北陸銀行
		②2014/11/14	地域における再エネとファイナンス（in 三重）／百五銀行
		③2014/12/16	赤道原則と環境社会リスク評価、地域成長と金融
		④2015/2/6	地域における再エネとファイナンス（in 岡山）／中国銀行
環境不動産	2013	①2013/8/26	責任ある不動産投資（RPI）、エリアイノベーション等（預金・貸出・リースWGとの共催）
		②2014/2/3	公共施設マネジメント、インフラ投資等
	2014	①2014/12/3	既存ビルの環境評価とファイナンス
		②2015/2/27	少子高齢社会と公共施設マネジメント（持続可能な地域社会WGとの共催）
	2015	①2015/10/1	コンパクトシティ
持続可能な地域支援	2013	①2013/9/2	日本の少子・高齢社会の現状と課題」
		②2013/12/6	地域包括ケアシステムの構築における住宅政策と医療介護政策の再編
		③2014/1/31	社会保障改革の動向とこれからの介護
		④2014/2/21	振り返りと次年度活動に関するディスカッション
	2014	①2014/6/23	地域包括ケアの現状と地域金融機関
		②2014/9/25	地域包括ケア現地視察（幸手市）
		③2014/10/31	超高齢社会の介護問題
		④2015/2/27	少子高齢社会と公共施設マネジメント（環境不動産WGとの共催）
	2015	①2015/9/1	市民後見人制度
		②2015/10/17	認知症シンポジウム（保険WGとの共催）

出典：環境省「21世紀金融行動原則」https://www.env.go.jp/policy/keiei_portal/kinyu/gensoku.html等より作成

活動の多くは、上期中（4 ～ 9月）に企画され、年度下期（10 ～ 3月）に実行されることが多いため、直近2015年度の活動については、一部しか反映出来ていないが、2013 ～ 2014年度を比較するだけでも、活動の幅が広がり、活性化している様子がみてとれるだろう。

特に顕著なのが、運用・証券・投資銀行WGの活性化である。日本版スチュワードシップ・コード、コーポレートガバナンス・コードの導入を始めとする制度的な影響もあり、近時、わが国の直接金融の世界でESG投資への関心が急速に高まりつつある環境変化を捉え、時宜を得た情報共有の機会が提供され、多くの参加を得ている。この原則が時代の変化を巧みに捉え、受け皿として機能していることを示す好例といえるだろう。

また、気候変動など環境リスクが事業に直接影響することから、もともとESG分野への感度が高い保険WGでは、その専門性の高さを活かし、レジリエンスや少子高齢化など取り上げるテーマの多様化を進め、原則の射程を広げてきている。また、このWGは、同時に機関投資家としての顔も持っており、今後、生命保険を中心に運用・証券・投資銀行WGとのコラボレーション拡大も期待されている。

最大の署名機関数を持つ預金・貸出・リースWGでは、取り上げるテーマの幅を広げるのではなく、一つのテーマを深掘りながら地域へ展開し、より多くの署名機関の参画を促す方向で活動を進めている。具体的には、再生可能電力の固定買取制度（FIT）導入を機に、地域金融の世界でも注目度の高い再

エネプロジェクトへのファイナンスをテーマに、各地の代表的な地方銀行のサポートの下、地域ワークショップを積極的に展開している。融資業務に直結するテーマに焦点を当てることで、ESGという抽象概念に馴染みのない署名機関の参加を促そうという趣旨である。表にあるホスト銀行の尽力もあり、各回とも地域の独自性を活かしたワークショップが開催され、盛況である。他方、東京セッションでは、3メガバンクの実務担当者による赤道原則の紹介や、大手リース会社によるリース業務を通じた社会価値に関するレクチャーなど、グローバル化対応や幅広い業態に跨がるテーマについての議論が行われ、文字通り金融界のプラットフォーム機能の一端を垣間見せている。

これら業務毎の議論と並行して展開されるテーマ別では、環境不動産WGが、グリーンビル評価、インフラ更新と公共施設マネジメントなど、ESG金融の新たなフィールドについて幅広く議論を重ねる一方、持続可能な地域支援WGは超高齢化社会に付随する社会課題に光を当て、機会・リスクの両面から金融の立ち位置を考える機会を提供しており、いずれも業態を超えて幅広い参加を得ている。

こうした個別活動の活性化と並んで、2014年度は、原則の総体として機能が強化された点でも記憶されるべきであろう。具体的には、かねてから署名機関の間で要望のあった原則のロゴマークが制定されたことや、署名機関の互選により選定されていたグッドプラクティス賞に、新たに環境大臣賞が設けられ、活動のレポーティングに一段とインセンティブが加わった点は大きな進歩であった。祈念すべき第1回環境大臣賞には、第四銀行「グリーンATMによるカーボン・オフセットの取り組み」が選出されている。また、かねてより重視されてきたUNEP FIとの連携強化も図られ、2015年3月の総会では、国連環境計画／技術産業経済局（UNEP ／ DTIE）のリジア・ノロンハ局長による基調講演も行われている。

(3) 今後の展望

このように、原則は、その制定後、WG活動を中心に着実に成果を上げると同時に、機能強化の取り組みや、ESG投資を巡る外部環境の変化などの影響もあり、求心力を強めつつあると評価できるだろう。この期間を、原則に「魂を込める」期間と考えれば、ほぼ順調な進展とみることが出来る。次の課題は、このトレンドを定着させ、活動が「自律的に」拡大する流れを作っていくことである。

最大の論点は、体制のあり方だ。金融機関によるイニシアチブとはいいつつ、策定の経緯もあり、これまでの運営は、環境省による事務局機能の提供を始めとする手厚いサポートに依るところが大きいのが実情である。今後、これを文字通り金融機関による自立した活動に移行させていくには、クリアすべき課題が数多く存在する。署名機関による踏み込んだ議論が必要となろう。その際、署名機関による温度差の拡大など気になる点もある。署名から時間が経過したこともあり、初期を支えた担当者が人事異動等で交替する場合も少なくなく、原則に参加していることの意義・価値を改めて議論・訴求していく努力が必要となろう。

竹ケ原 啓介

2. コミュニティ投資、クラウドファンディング

(1) 日本におけるコミュニティ投資の概要

日本におけるコミュニティ投資の受容

「地域社会への貢献を目指す投資活動」であるコミュニティ投資は、サステナブル・ファイナンスの一分野をなすとともに、伝統的分類におけるSRIの一分野でもある。近時は、インパクト投資の一分野としても認識されている。

日本におけるコミュニティ投資については、萌芽的な動きはあったものの、本格的な展開は2000年代になるまで待たざるを得なかった。しかし現在では限定的な規模ながら、NPOバンク、マイクロ投資ファンド[1]、マイクロファイナンス等の動きが盛んとなり、ひとつのまとまりとしてこれらを把握することが可能となってきている。

本章ではこれら日本のコミュニティ投資について、2013年版年報以降の動きを中心に、その現状と展望をまとめる。また今号では特に、東日本大震災の復興関係の取り組みにも言及する。

なお、本節では欧米との比較の観点から、2011年版・2013年版同様、コミュニティ投資の主体は市民によるオルタナティブな取組み（市民金融）を中心とし、行政による取組みと既存金融機関の取組み（近時の証券会社によるマイクロファイナンスボンド等）、市民金融のなかでも投融資と考えにくいもの（自主共済、地域通貨等）は対象から除外している。また、純粋には投資と呼びにくい要素もあるが、また、インターネット上の資金調達手段として定着しつつあるクラウドファンディングの最近の動きについても言及したい。

(2) コミュニティ投資の種別の現状

NPOバンク

「市民が自発的に設立し、市民からの資金に基づいて、市民事業など社会的に求められているニーズに対して融資を行う、非営利の金融機関」であるNPOバンクは、2015年12月1日時点で、25団体となっている（うち社会的企業を主な融資対象とするもの（表1参照）14団体、生活困窮者を主な融資対象とするもの11団体[2]）。生活困窮者向けでは、また、社会的企業を主な融資対象とする14団体の2015年3月末時点での融資累計は32億円余りに上る。

社会的企業向けのNPOバンクでは、前回年報以降新規設立こそないが、コミュニティ・ユース・バンクmomoが「第3回日経ソーシャルイニシアチブ大賞」の国内部門賞を受賞したことが特筆される。コミュニティ・ユース・バンクmomoはその他にも、2013年度には東濃信用金庫（岐阜県）・瀬戸信用金庫（愛知県）との協働で「しんきんプロボノプロジェクト」を行い、また愛知県内の金融機関・日本政策金融公庫等と連携して「ソーシャルビジネスあいち」をコーディネートするなど、金融機関による社会的企業向け融資の推進にも取り組んでいる。

その他の特徴的な取り組みとして、未来バンク事業組合では2015年度以降、定期的に公開の「作戦会議」を実施し、事業革新を模索している。東京コミュニティパワーバンクは、出資者と融資を直接結び付ける「100%ともだち融資団」を開始。

生活困窮者向けNPOバンクでは、みやぎ生協に続き、2015年4月には生活クラブ生協・千葉が、「生活クラブ くらしと家計の相談室」を開設し、貸付事業を開始した[3]。また、2015年からは全国女性シェルターネットが貸金業者登録を行い、女性DV被害者の自立支援向け融資を開始した。

信用生協（岩手県等）に源を持つ家計相談と融資を結びつけた生活困窮者支援事業は、2015年4月に施行された「家計相談支援事業」として制度化されたが、これは任意事業となっているので、十分な広がりを見せているとは言えない。

1 本稿では、いわゆる「市民ファンド」のうち、助成・寄付仲介等を行うものを「市民コミュニティ財団」、事業への出資を募るものを「マイクロ投資ファンド」と呼ぶ。
2 信用生協（岩手県等）、生活サポート基金（東京都）、グリーンコープ生協（ふくおか・くまもと・おおいた・やまぐち・長崎）の生活再生事業、みやぎ生協、反貧困たすけあいネットワーク（「生活たすけあい金」貸付）、全国女性シェルターネットの貸付事業。
3 生活クラブ生協・千葉のニュースリリース　http://chiba.seikatsuclub.coop/news/2015/04/post-215.htmlより。

表1　NPOバンク（社会的企業向け）の現状

単位：千円

	設立年	融資対象	出資金	融資累計	融資残高	（融資制度）	備考
未来バンク事業組合	1994年	環境、福祉、市民事業	149,146	1,100,014	53,747	金利：2% 上限：300万円 最長5年	－
女性・市民コミュニティバンク	1998年	神奈川県内在住の出資者の団体、個人（対象は限定）	114,780	588,365	66,297	金利：1.8～5.0% 上限：1,000万円 最長5年	－
（特非）北海道NPOバンク／NPOバンク事業組合	2002年	NPO団体、 ワーカーズ・コレクティブ（※1）	43,124	349,270	10,467	金利：2～5% 上限：200万円 最長2年	寄付金7,100
（特非）NPO夢バンク／NPO夢バンク事業組合	2003年	長野県内に主たる事務所を置く非営利組織	13,870	302,230	48,363	金利：2～3% 上限：500万円 最長5年	寄付金35,360 無利息借入金30,000
東京コミュニティパワーバンク	2003年	東京都内の特定非営利活動促進法別表に該当する分野で活動する団体	105,100	307,638	54,257	金利：1.5～2.5% 上限：1,000万円 最長5年	融資累計は社会的投資（出資金）2,300万円含む
ap bank（正式名：一般社団法人APバンク）	2003年	自然エネルギーなどの環境を対象にしたプロジェクト	非公開	208,460		休止中。融資累計は2007/12現在	
コミュニティ・ユース・バンクmomo	2005年	NPO法20分野のNPO法人、個人事業主、任意団体、株式会社など	51,598	126,340	22,788	金利：2.5% （つなぎ融資2.0%） 上限：500万円（原則） 最長3年（原則）	－
天然住宅バンク	2008年	NPO法20分野のNPO法人または個人	61,177	70,204	16,474	金利：0～2.0% 上限：300万円 最長10年	－
もやいバンク福岡	2009年	福岡県内および近隣地域で活動するNPOや社会起業家など	12,850	35,970	6,390	金利：1.5～3.0% 上限：300万円 最長5年	－
公益財団法人 信頼資本財団	2009年	個人、法人不問。法人格不問。活動地域（国）不問。	0	84,570	17,306	金利：0% 上限：300万円 最長2年	寄付
ピースバンクいしかわ	2010年	石川県内で活動するNPO法20分野の活動をするNPO法人、個人事業主、任意団体など	10,969	25,507	5,061	金利：3.0% （つなぎ融資1.0～3.0%） 上限：300万円 最長5年	－
公益社団法人 難民起業サポートファンド	2010年 （公益認定：2012年）	日本在住の難民による事業	3,000	2,520	916	金利：3.0～7.5% 上限：100万円 最長：5年	寄付金及び事業収益（出資金の欄は基金の残高）
はちどりBANK@とやま 2012年12月より融資事業開始	2011年	富山県内に事業所のある個人／団体、もしくは富山県内を活動の対象とする個人／団体	7,620	4,900	1,400	金利：1～2.5% 上限：300万円 最長：3年	
一般社団法人 ムトス飯田市民ファンド	2008年	主たる事業所が飯田市内にある特定非営利活動法人	7,001	19,090	5,600	金利：無利子 上限：200万円 （最長：1年） 100万円 （最長：2年）	寄付金3,000
計			580,235	3,225,078	309,066		
対前年度比			99.4%	109.5%	115.6%		
日本共助組合	1968年	教会信徒、NPO法人、教会、修道会等	230,000	10億円超	174,728	2013年1月以降、新規貸し付け停止	回収業務と生活相談を継続

（※1）「ワーカーズコレクティブ」とは、雇う－雇われるという関係ではなく、働く者同士が共同で出資して、それぞれが事業主として対等に働き、地域に必要な「もの」や「サービス」を市民事業として事業化する協同組合を指す。

マイクロ投資ファンド

マイクロ投資ファンドでは、ミュージックセキュリティーズの「セキュリテ」が引き続き広く利用され、最新実績は、59億1,772万1,100円となっている。その他、固定価格買取制度（FIT）の追い風を受け、自然エネルギー事業に対するマイクロ投資ファンドが広く利用されている。

制度面では、2014年の金融商品取引法改正により、マイクロ投資ファンド（投資型クラウドファンディング）のうち、集団投資スキームを用いるものが「電子募集取扱業務」として規制緩和された。

マイクロファイナンス

国内向けマイクロファイナンスは、前述のとおり生活困窮者向けNPOバンクが活動を続けている。

海外向けマイクロファイナンスでは、ARUN合同会社、オイコクレジット・ジャパン、Kiva　Japan等の団体が堅調な活動を続けている。また、ARUN合同会社がカンボジアに対して行ってきた社会的投資が評価され、「第3回日経ソーシャルイニシアチブ大賞」の海外部門賞を受賞した。

(3) クラウドファンディングの現状

クラウドファンディングは、この2年間で、社会課題解決のプロジェクト、ものづくりのテストマーケティング、映画・ゲーム等のコンテンツビジネスの資金調達手段として定着した感がある。

矢野経済研究所によると、国内のクラウドファンディングの市場規模は197億1,200万円まで拡大したという[4]。

(4) コミュニティ投資・クラウドファンディングに関する政策の動向

この2年間は、コミュニティ投資・クラウドファンディングに関して、「社会的投資」あるいは「インパクト投資」などの視点から、政策提言が相次いだ。

日本ファンドレイジング協会では、2014年10月、「社会的投資市場形成に向けたロードマップ」を取りまとめた。G8インパクト投資タスクフォースは2015年6月1日、インパクト投資を日本で推進するための提言書を取りまとめた。

さらに休眠預金の活用については、2016年1月からの通常国会での法案成立をめざした活動が続いている。2015年の通常国会に提出された法案によると、コミュニティ投資の担い手が、「資金分配団体」として位置付けられている。

(5) 今後の展望と課題

担い手の発掘

本節で述べてきたとおり、この2年間、コミュニティ投資には引き続き社会的な期待を寄せられているが、担い手の数は期待ほどには増えていない。その原因としては、担い手の発掘が十分に進んでいないことが挙げられる。

NPO法人ETIC.が、学生を対象とした若手社会起業家発掘のために開始する学校「Makers University」では、起業分野の一つに「金融」を挙げている。このコースの卒業生をはじめとして、「コミュニティ投資で起業する」各地の志ある人を、対話によって発掘し、サポートする中で、コミュニティ投資の担い手を増やしていくことが必要である。

担い手の支援

コミュニティ投資の担い手は、人材・資金等の経営資源の不足が課題とされている。アメリカでは、コミュニティ開発金融機関（CDFI）普及と金融機関との協働拡大に向け、政府が「CDFIファンド」を設けている。日本においては前述の休眠預金がCDFIファンドの役割を果たすことが期待されるが、民間でも市民の力で「日本版CDFIファンド」を形成する時期に来ているのではないか。

多賀 俊二

4　http://itpro.nikkeibp.co.jp/atcl/news/14/110601779/082800295/?rt=nocnt

【コラム】日本の未来を豊かにする小さくて大きな旦那さん

1. マイクロ投資との出会い

マイクロ投資について初めて知ったのは2008年のことだった。純米酒の原料となる酒米を買うための資金をファンドで集めたという記事を読んだのがきっかけでマイクロ投資に興味を持った。

日本酒の酒蔵が純米酒を3年間熟成させて美味しいお酒を作ろうとしても、銀行から借りたお金は毎月返済が必要だ。熟成中で売るものが無いのに返済しないといけないというのは事業者にとってハードルが高く、よいお酒を作りたくても熟成させる余裕は無い。

ところがお酒が好きな人達にしてみると3年待って美味しいお酒が飲めるなら3年間は喜んで待つことができる。美味しいお酒がたくさん売れた結果お金が増えて返って来たら懐にだって嬉しい。さらには投資家向けの特典としてお酒がたくさん届くから一石二鳥どころか三鳥だ。（仮に売れ行きが悪かった場合、元本割れ相当の日本酒で補填までしてくれる）

この投資家も事業者も、そして消費者にとっても幸せになれる仕組みというのが興味を引いた理由だ。記事を読んだ時には既に募集を締め切っていたので翌年からマイクロ投資ファンドへの投資を始めた。

2. 自分のお金が役に立った実感

マイクロ投資の魅力はなんといっても自分が投資したお金がものづくりに生かされたのが商品という形で目の前に現れるところにある。

愛媛県今治市にあるオーガニックコットンを使ったタオルメーカーでは取引先の卸問屋が倒産したことにより、民事再生の最中だった。作っているタオルはニューヨークのトレードショーで賞を取るなど良いものなのだが、民事再生中という事で銀行から融資を受けることができない。そこでマイクロ投資ファンドを利用することになった。

ファンドで集めた資金はタンザニアからオーガニックコットンを購入する資金として使われた。通常の綿は人間が口にしない農作物という事で大量の農薬が使われ、機械で収穫する際に葉の緑で汚れがつかないよう枯れ葉剤を散布して枯らしている。インドなどでは文字の読めない農家が農薬の散布量を間違えたり十分な人体保護をしないまま散布するため病気になるという問題も抱えているが、このタオル会社が使っているオーガニックコットンは手間はかかるものの農薬による悪影響もなく、フェアトレードのため収入も一般的な綿農家よりも増える傾向にある。

製品発表会で初めて出来上がったタオルを手にした時、その手触りの良さに自分のお金が役立った実感が湧き出し、自然と顔がほころんだ。自分もものづくりに参加したんだという満足感はお金には換算できない格別なものがある。

このファンドはプラスのリターンで償還されたが、お金だけではない喜びも感じることが出来た。その後、この会社のことが好きになりすぎてタオルソムリエの資格まで取ってしまった程である。

3. 投資先に足を運ぶ

投資家と事業者の距離が近いのもマイクロ投資の魅力だ。岡山県西粟倉村で林業再生を手がける地域商社に投資した際は実際に投資家向けに開催された見学ツアーにも参加した。

日本各地で見られるように手入れのされていない暗い森が多い中、「百年の森」と呼ばれるしっかりと手入れのされた美しい姿を見て、林業の抱える現実とこの村が目指している姿を実感することができた。

また、この村では間伐材をそのまま原木市場に出すのではなく、最終製品化まで村の中で行うことで山主の収入が増える仕組みを作り出した。間伐材から作られる割り箸の製造ラインや床板タイルの製造現場を見学し、柱材としては利用できない太さの間伐材であってもアイデア次第で無駄なく様々な製品になっていく姿を見て、事業内容への共感を深めることができた。実際、マイクロ投資に投資した人の理由の多くが「事業内容に共感した」、「この事業を応援したい」というものだ。都市住民と地方住民の間に投資を通じたあたたかい縁が生まれ、地方に活力を与える資金が都市部から地方に流れ始めている。

投資先への訪問はなかなか知ることの出来ない世界を知ることでもあり、大人の社会科見学のような要素もあって参加者にも好評だ。実際に行ってみることで表も裏の姿も見ることができ、共感の度合いがより深まるのも訪問してみることのメリットだ。

4. 想いのこもったお金を届ける

東日本大震災で被災した中小企業の復興を応援するファンドは半分寄付、半分投資という仕組みで、投資した時点でリターンはマイナスになるのはほぼ確実にも関わらず11億円ものお金が集まった。

金銭的なリターンだけで考えたら元本割れがほぼ確実でしかも相手は被災企業。最悪の場合は1円も戻ってこないことも考えられる。実際、被災した事業者も最初はこんなひどい状況の会社にわざわざ、しかも半分寄付のファンドにお金を出すもの好きな人がいるものかと思ったそうだ。

それでもこれだけのお金が集まったのは震災に負けずなんとか復興して欲しいという想いが、お金の届く相手先が見えるというマイクロ投資の特徴に合致したためだろう。被災地応援ファンドは震災から1ヶ月半後の4月25日（For復興の日）に誕生したが、投資家側もお金を出して終わりではなく、新工場が出来たと聞いては喜び、商品を買ったり現地まで足を運んだり強い関係性を持っている。

投資家が10年という長期にわたって被災企業を支える応援団として関わりを持つことは一歩ずつ復興へ向けて歩む事業者にとって金銭面だけでなく心の支えにもなっている。

5. マイクロ投資の抱える課題

2014年5月、自然エネルギーに投資する市民ファンドの運営母体が投資資金の分別管理をしっかりと行っていない点が指摘され、金融庁から業務改善命令を受けた。このファンド事業者は市民エネルギーファンドの草分け的存在であったが、業務拡大に伴い人手不足に陥り、投資家の資金がしっかりと分別管理されていなかった。業務改善命令を受け、現在ではコンプライアンス体制の改善と人手不足への対応を行ったが悪意はなくとも十分な人を手当できていなかったのは小規模事業者が抱える課題でもある。

2015年には海外のマイクロファイナンス機関や国内の自然エネルギー、中小企業向けのソーシャルレンディングを行っていたファンド事業者に対して金融庁から一部業務停止命令が下されたが、こちらも業務の急拡大に人手が追いついていなかったのが原因だった。クラウドファンディングの認知度が高まり、マイクロ投資についても注目度が高まる中、運営母体がしっかりと法令遵守しているかどうか金融業としての姿勢を投資家が確認する事は重要だ。

インターネット上で口座開設からファンドの申し込みまで完結するとしても、投資する前にファンド事業者の話を直接聞いてみるのが望ましい。

6. 投資家と事業者のいい関係

金融とは本来資金を必要とする者と今は必要としていない資金を結びつけるつなぎ役である。市井に眠る小口の資金を銀行に集めることで国づくりの為の大河としようとしたのが日本における銀行の始まりだが、マイクロ投資ファンドは市井に眠る小口の資金を、資金を必要としている中小企業へ届けるための仕組みだ。お金が向かう先の大小は異なるが、既存の金融機関がなかなかリスクを取って資金を出しにくい分野に対して事業者の想いに共感したお金が届けられている。

このような投資家と投資先となる事業者の間には長期的な事業の成功を応援し、期待に応えようとする関係性が自然と生まれている。

年金などの運用の世界では機関投資家向けに中長期的な目線で企業の成長を促す「目的を持った対話」が求められているが、草の根では投資家と事業者がお互いにいい関係を生み出すことに成功している。その背景にあるのはお金だけではない、いいものを作って欲しいという想いだ。

豊かさの尺度が他人と同じモノを持つ事だった時代には生産性、合理性が求められたが、広くモノが行き渡った現代においては独自性を持つ他人が持っていないモノに豊かさを感じるようになった。収益性だけでなく、面白い、応援するからやってみてよという想いのこもった温かいお金は独自性を持った商品の誕生を後押しする。

投資した理由の順番として低いものの、投資家も利益を度外視しているわけではない。重要視している順番が異なるだけで事業が成功した暁にはしっかり利益をいただいている。リスクは無闇に避けるものではなく、成果を生み出すために取りにいくもの。これは投資の基本だ。

かつてあった旦那さん、パトロンの文化が消えて久しい中、ごく普通の人でも応援したいと思える事業者に小口でお金を出せる仕組みがマイクロ投資だ。日本中どこにいっても同じような店が並ぶ画一化された都市化が進む中、独自性を持った事業者を残し、新しい息吹を育てるための小さくて大きな旦那さんとなるのがマイクロ投資の投資家達だ。

沖 雅之

3. 環境不動産

(1) 街区のサステイナビリティ評価システムLEED-NDのベストプラクティス

世界初、LEED-NDゴールド本認証が日本で実現

不動産投資の場面でも「環境性能チェック」の意味合いで使われ始めている建築物のサステイナビリティ評価システム。その国際標準ともいえるLEED普及の軌跡は、新築オフィスビルの設計性能値の環境性能評価からスタートしたが、現在では商業店舗、病院、物流倉庫、データセンター、ホテル、学校など、オフィス以外の建築用途を評価するシステムの構築に加え、既存ビルの運用管理手法（LEED O+M）の評価も増えている。また、元々は「環境負荷低減」と「室内環境の質の向上」を主な目標として開発された評価システムであったが、今では生産性向上を促す人間の「健康」や「快適性」も空間評価の重要項目に位置づけている。さらにコミュニティーへの貢献を含む「ソーシャルエクイティ（社会的共通資本：社会全体で共有されるべき資産や公正性を担保するための仕組み）」という視点をも目指すべき社会目標の一つとして取り入れるなど、単なる環境性能評価システムの枠組みを越えて普及しつつある[*1]。そのような背景の中、単位あたりの不動産の敷地境界線を越え、街区のサステイナビリティを評価するLEED-ND（Neighborhood Developmentの略称:エリア開発版）という面的評価へと対象を広げる動きが世界で増えている。

LEEDの開発・運用を行っている民間非営利の米国グリーンビルディング協会（USGBC）は、かねてから市場の変革（マーケット・トランスフォーメーション）を通じて、より持続可能な社会を実現することを目標に掲げてきた。LEED認証自体も、持続可能性を高めることによって発現する付加価値を定量的に評価し、市場においてその価値が金銭に換算されうるシステムとして制度設計されている。その可能性を担保しているのが、「一定の基準に対する優劣を示す定量評価」と「性能情報の透明性」、そして「認証の第三者性」である。LEED認証は全て、GBCI（Green Business Certification Inc.）[*2]という独立した認証審査機関による中立的な立場からの定量基準に基づいた審査が実施されているが、多分野のステークホールダーが依拠できる認証の信頼性がここで担保されている。分野を越えた連携による価値創造と紐づけない限り経済との連動は難しく、経済と連動させない限り既存経済システムのパラダイムを大きく変革することはできないという意味において、この三つの特性はLEEDの根幹を成しているといえる。金融・投資の分野でも責任投資原則やESG配慮投資、COP21で目標として掲げられたビジネス主導の「脱炭素化」など、経済のパラダイムシフトを基礎づける枠組みが整ってきているが、持続可能性（サステイナビリティ）という定量的説明がつけづらく、また長期的にしか価値が発現しない取り組みに対して、上の三つの特性はその説明責任を果たすことを大いに助けてくれることから、今後さらに普及が進むと想定される。

LEEDのファミリーには、街を対象とするLEED-NDが加わってきたと述べたが、日本でも東京都世田谷区「二子玉川東地区再開発」においてLEED-NDゴールド認証の取得が実現した。（2014年9月に取得した予備認証は世界で40例目、2015年11月に取得した本認証は世界で5例目。またゴールド以上のランクでの本認証取得は世界初）

LEED-NDは、建築物を対象とするLEEDの開発・運営を行っている米国グリーンビルディング協会（USGBC）とニューアーバニズム会議、天然資源保護協議会という3つの団体によって共同開発された評価システムである。評価対象は、建築物のLEEDが新築、既存ともに①「立地と交通／サステイナブルな敷地選定」②「節水」③「エネルギーと大気」④「材料と資源」⑤「室内環境」を主要評価カテゴリーとしているのに対し、LEED-NDでは①「スマートな立地選定と土地利用」②「エリアの開発形態とコミュニティーデザイン」③「グリーンインフラストラクチャーとグリーンビルディング」の3つが基本評価カテゴリーとなっている。

二子玉川東地区再開発プロジェクトでは、(1) 自然との近接性を重視した「都市から自然へ」、(2) 公共交通機関に隣接した「歩行者中心の再開発計画」、(3) 全ての世代に対して利用しやすい複合的計画の3つを基本概念として開発計画が立てられていた。その計画に対して、LEED-NDの審査では全ての必須項目をクリアした上で、次に挙げる選択項目が高く評価され、全110点中の66点を獲得してゴールド認証の取得となった。（各認証レベルの閾値は、標準認証40～49点、シルバー認証50～59点、ゴールド認証60～79点、プラチナ認証80～110点）

二子玉川東地区再開発プロジェクトで高く評価された項目

①スマートな敷地選定と周囲との連携

（SLL：Smart Location & Linkage）

- 公共交通機関に至近な開発地であること
- 電車、バスの路線、本数が充実していること
- 職と住の近接性が確保されていること
- 生態系への保全に配慮していること
- 長期的（10年以上）に生態系に配慮した緑地保全管理計画が策定されていること

② エリアの開発形態とデザイン

（NPD：Neighborhood Pattern & Design）

- 歩いて楽しい安全な歩行者空間（ウォーカブル・ストリート）が備えられていること
- 十分な開発密度が確保されていること
- 公園や公共施設へのアクセスの良さ
- 街づくりにおける積極的な住民参加
- ユニバーサルデザイン
- 街路樹の間隔

③ グリーンインフラストラクチャーとグリーンビルディング

（GIB：Green Infrastructure & Building）

- 優れた省エネ、節水性能が確保された建物が設計、施工されていること
- ヒートアイランド対策
- 節水性能の高いランドスケープ灌水
- 雨水の貯留、地下浸透機能に優れていること
- 新設のインフラストラクチャーのリサイクル材利用
- 新設のインフラストラクチャーの省エネ性能が優れていること
- 歴史的資産の保全がなされていること

LEED-NDの制度設計を基礎づける「ウォーカブル・ストリート（ウォーカビリティ）」と「多様性」

LEED-NDは、車中心社会から人間中心の街づくりへの転換を最大の目標として掲げている。それを具現化するために、歩行者が安全かつ楽しく、快適に回遊できる「ウォーカブル・ストリート」と「多様性が豊かであること」さらに「生態系の保全と復元」が高く評価されるように制度設計されている。街路に面した建築1階ファサードは、飲食や小売店舗などが数多く配置され、昼夜を問わずに人々の興味をひくような空間構成になっているかどうか、また、自動車の制限速度が厳しく制限されているか、路面電車や自転車などの多様な移動手段が選択できる設えになっているか、雨水の流出抑制と地下浸透を促進する緑地帯（バイオスウェール）で歩道と車道が安全にセパレートされているか、キャノピーの大きな街路樹によって歩行者が夏の日射から守られているかなどが高く評価される。その他、交差点（結接点）が多く、短いブロック割りの中で歩行者が行き交う、活気あふれる快適な歩行空間と、そこに賑わいを生み出すための街路デザインの在り方への問い掛けが、この評価制度設計の根底にある。

また、都市開発における植生調査に基づく既存樹木や湿原、水域の保護などの生態系保全、過去の開発によって失われた生物生息域の復元、在来種優先、侵略的外来種不使用など、都市緑化に関連する評価項目も少なくない。さらに、用途や築年数、規模、住宅の間取りなど建物ハードに関する多様性と、テナントの業態や朝昼晩それぞれの時間帯ごとの利用者・利用法といったソフト面での多様性、様々な生活利便施設の存在、公共オープンスペースやレクレーション施設へのアクセス、都市農業を奨励するためのファーマーズマーケットやコミュニティー・ガーデン、通学路への安全な歩道の設置、街路樹の植栽間隔とキャノピーによって作られる緑陰比率、ユニバーサルデザインなど、ランドスケープ・都市デザインに深く関連する評価項目も多数含まれる。

LEED-NDの今後の適用可能性

今回のLEED-NDプロジェクトでは、民間の再開発組合が主体となって計画・実行する再開発区域と世田谷が建設した区立公園とが一体となってLEED-NDを目指したことで、獲得ポイント数が伸びたといえるが、確かにLEED-NDは公民連携の下でのプロジェクトの方がポイント獲得に有利に働くように制度設計がされている。違う視点から見れば、LEED-NDを目指すことは、すなわち「公と民」や「異なる分野ごと」の連携を促し、分野横断的な取り組みを始めるスタートラインにつくことを意味しているともいえる。さらに言えば、LEED-NDに向けた取り組みを始めるということで、関係者は全員、関連項目についての現状評価をした上で新たな対策に取組めるのかどうかの判断が求められることになり、採択するかどうか、しない場合には却下する理由を明らかにすることが求められる。これは、コンプライ・オア・イクスプレインのルールに通じるものがある。また、ほど良く小さな徒歩圏内を最大対象面積とすることで、LEED-NDに沿った取り組みが、対象地の活性化に奏功するのかどうかの事後検証が比較的容易であり、万が一上手く行かない場合にも軌道修正が図りやすいという利点を持つ。

海外での先行事例を見れば、LEED-NDというツールの使われ方は多様である。アメリカでは低所得者住宅群の大規模改修に伴う街全体の活性化計画の指針として、また各種補助金付与の条件として使われている。かたや急速な都市化が進む中国では、無秩序なスプロール化を防ぐための、中央政府から地方政府に対する指導や助成金付与の参照基準としてLEED-NDを用いることが、世界銀行など国際機関レポートでは強く示唆されている（世界銀行レポートSustainable Low-Carbon City Development in China：2012年）。また、サステイ

ナブルな大会を標榜することがもはや必須となり始めている北京以降のオリンピックでは、選手村をLEED-NDの基準で建設することは標準的な取り組みとなっている。

二子玉川のプロジェクトは規模も大きく全てが新規開発であったが、実はもっと小さな敷地で、部分的に既存街区を残した開発でも取り組みは可能であり、今回の二子玉川での取り組みが契機となり、都心のみならず地方都市の再開発におけるLEED-NDの適用が今後期待される。そして、日本全国共通の課題である高齢化、少子化、人口減少への対策、低炭素化やコンパクトシティー化、公共施設の更新、東京と地方との地域間格差の是正などの社会問題を解決しながら、現在の社会情勢に合った形に「街を作り替える」という潜在的巨大市場構築の指針とすることができれば、将来的に大きな意味のある地域活性化のイニシアチブにつなげられる。それを実現させるためには、上述の通り「公と民」の連携、また民間においても建築設計・施工、ランドスケープデザイン、インテリアデザイン、ビル設備・器具製造、ビル運用管理と、不動産開発、不動産投資家・ファンド、ファイナンス機能提供者などによる「分野横断的」な連携が必須である。そのとき、コミュニティーデザインと「街の経営」の視点から地方銀行や地域金融機関を含んだ金融セクター全体が担いうる役割は重要、かつ多岐にわたることを再度強調しておきたい。

平松 宏城

図4-3-1　LEED-ND対象区域鳥瞰図と対象範囲

歩行者動線が再開発区域を経由して多摩川河川敷までつながっている

(*1) 環境不動産の市場規模

「2013年5月時点でのCASBEE第三者認証取得物件数は205件、延床面積914万㎡であったが、2015年12月時点でのCASBEE第三者認証取得物件数は303件（現在延床面積非公表）、簡易版であるCASBEE不動産の認証件数は74件（延床面積302万㎡）、CASBEE街区は4件の認証実績がある。環境配慮型ビルの平均的坪単価100～120万円（日経アーキテクチュア3013 SUMMER特別編集版より）の中央値110万円を乗じた推定市場規模は、2013年に約3兆円であったが、2015年には約5兆1千億円（2013年5月から2015年12月の増加率+70%）にまで拡大している(*注)。また、日本におけるLEED登録申請中+認証済み合計物件数は2013年に90件、延床面積168万㎡であったものが、2015年末現在では148件、延床面積209万㎡となっている。上記坪単価110万円を乗じた推定市場規模は、2013年の約5,600億円に対して、2015年では約7,000億円（同+25%）。世界全体のLEED登録申請中+認証済み合計物件数は2013年時点で50,569件延床面積8億8,200万㎡であったものが、2015年末時点では71,200件、21億3,000万㎡（同+141%）となっている。」

(*注) CASBEE第三者認証取得物件の延床面積が非公表となっているため、便宜的にCASBEE不動産認証取得物件の一件あたり延床面積の平均値をCASBEE第三者認証取得物件とCASBEE不動産認証取得物件の合計に乗じて算出した。

(*2) GBCIは、2014年に不動産投資のサステイナビリティの程度を測るGRESB（グローバル不動産サステイナビリティ・ベンチマーク）を組織統合している。

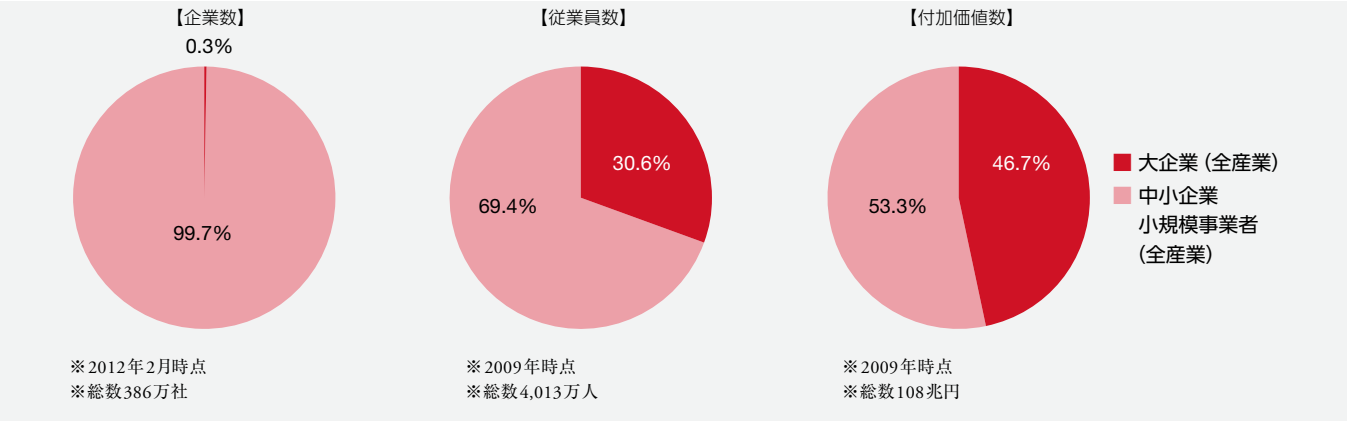
4. プライベートエクイティ

(1) プライベートエクイティとは

概論

中小企業白書（2012年2月）によれば日本の企業数は約386万社存在している。これは実に上場企業が約3,500社日本国内にある数の1,000倍以上の数になり、日本の企業の実に99.9%は非上場企業である。概念的には、この日本の99.9%に投資を行う投資がプライベートエクイティ（PE）投資である。ただし、その多くは中小零細企業であり、実際の投資対象はその中でも選択されるのであるが、図4-4-1にあるとおり日本の全従業員の69.4%が中小企業で働いており、53.3%の付加価値が創出されていることを考えるとPEというセグメントへの投資を真剣に考えることこそ、サステイナブルな日本経済発展を考えることになると考えるのは自然な発想であろう。

図4-4-1　日本企業の概観



出典：経済産業省

また、一口にPE投資といっても、表4-4-2にあるように手法が様々あり、全投資金額のPE投資の半分以上を占めるバイアウト、2～3割といわれるベンチャー・キャピタルの2つの手法で、実に80%程度を説明することができる。バイアウト、ベンチャー・キャピタル、ディストレスト、セカンダリーに主に投資戦略が細分化され、それぞれにおいて投資先企業へのかかわり方が異なるが、非上場企業を主な投資先とし、株取引が公に行われないことから市場から影響を受けないという点ではすべて同じ性質を持つ。本稿では特に国内外のPE投資で半分強を説明するバイアウト投資をイメージして説明を進めていく。

表4-4-2　各戦略の説明

ベンチャー・キャピタル	• 未上場企業へ創業間もない段階から投資し、投資先の企業を上場（株式公開）させたり、企業や他のファンド等に売却したりしてキャピタルゲインを得る投資手法。 • 普通株式の引受けだけではなく、いわゆるCBの引受けや、様々な設計の種類株等の引受けも行う。
バイアウト	• キャッシュフローがプラスの企業を買収した上で、その企業の経営に深く関与して企業価値向上を図り、最終的にキャピタルゲインを得るために株式を売却する投資手法。 • 負債を調達し、レバレッジをかける例が多い。
ディストレスト	• 経営不振企業の債権を割引購入後、一部を株式化し、経営再建に向けて積極関与することで投資回収を目指す投資手法。
セカンダリー	• 投資中のファンド持分（上記3つのファンド）を何らかの理由で売却せざるを得ない投資家から割安で購入し、分配を得る投資手法。 • 広義には、ファンド持分だけでなく、非上場株式を投資家から割安で購入し、（上記3つとは異なり投資先の経営には関与せず、）売却先を見つけることでキャピタルゲインを獲得する投資手法も指す。

出典：アーク東短オルタナティブ株式会社

投資効果と責任投資との関係

バイアウト投資は、企業の51～100%の株式保有をすることが原則であり、経営を掌握することで企業改善により企業価値を高め、一定期間保有後に、売却するか上場（IPO）で出口を迎える。その保有期間の平均期間は2～5年程度であり、その間に投資価値を1.5～3倍程度に引き上げることで、バイアウト投資家として必要なリターンを得るものである。リターンの源泉は、3つあり（A）企業価値改善効果（ハンズオン効果）、（B）レバレッジ効果、（C）マルチプル効果があるが、それぞれにおける責任投資との関係を述べていきたい。

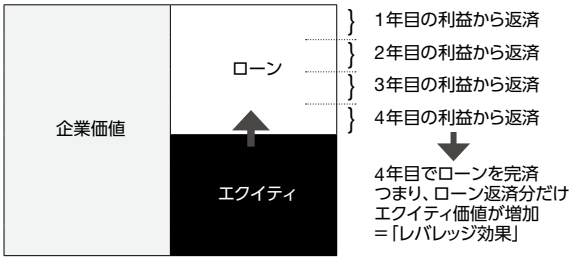
(A) 企業価値改善効果（ハンズオン効果）と責任投資

前述のとおり、バイアウト投資においては51 ～ 100%の支配権をとり、企業の経営権を握る。その際にはPEファンドのファンドマネージャーが社長やCFOといった経営者として送り込まれ、経営を担うことが多い。企業を直接触ることになるので、これは「ハンズオン」と呼ばれる活動である。投資収益の源泉はファンドマネージャーの経営手腕によることになるが、投資家がそのまま企業経営者になるので、投資ファンドがそのまま企業存続の責任を負う。企業をとりまくステークホルダーへの責任をそのまま負うことになるのである。したがって、企業業績を短期的に改善すれば、その企業の価値が短期で改善し、企業が高く他の企業に売却出来たり、IPOで出口を迎えたりすることも可能となる。企業価値改善にあたっては、投資してから最初の100日でファンドマネージャーが泊まり込みで企業に張り付いて企業を変革する、いわゆる「100日プラン」を実行することがあるが、これで大きく企業のガバナンスが改善する。また日常的に発生する労務問題は企業経営上悩ましい問題であるがPEファンドはハンドリングになれたスタッフを揃える。また、売り上げを改善するためには環境問題をチャンスととらえ、環境関連のビジネスを考えることが最近は多くなっている。このように、ESGはハンズオンにおける付加価値創造の重要なポイントとなっている。企業価値改善活動は、ESGの観点から責任投資と非常に親和性が高い。

(B) レバレッジ効果と責任投資

レバレッジ効果は、企業買収をする際にエクイティ投資とローンを組み合わせてファイナンスを行い（これを「LBOファイナンス」という）、企業利益からローンを返済することで発生するエクイティ価値の増大効果を指す（図4-4-3）。企業の利益から返済することになるので、LBOファイナンスが行われている時には、エクイティホルダーであるPEファンドに先にリターンが行き、企業の利益をその分潰すことになる。先行してPEファンドが企業努力の恩恵を受けるという意味では、PEファンドはレバレッジ効果を使っている際には、役職員の皆さんの努力で稼がせてもらうという意味で、その将来を見据えた経営を行う責任が生まれると信じる。もしもPEファンドが資本家である、オーナーであるということで規律の効かない、奢るような態度をとったら、役社員は途端にその思いに気が付き企業活動が不活性化するだろう。そしてローンの返済原資である利益が出なくなるのである。株主の権利はもちろんあるが、その権利から得られる利益を最大化するためにも、責任ある投資家としての姿勢をレバレッジ効果の観点からも求められる。

図4-4-3　LBOファイナンス（4年完済のイメージ）



出典：アーク東短オルタナティブ株式会社

(C) マルチプル効果と責任投資

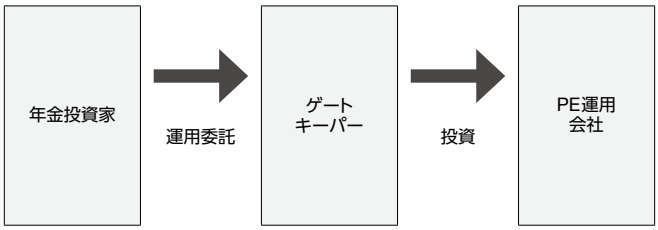
マルチプル効果の「マルチプル」とはEV ／ EBITDAマルチプル、つまり、利益指標（EBITDA）に対して購入価格が何倍になっているのか、という指標であり、高くなれば企業価値は利益対比高く評価されているということになり「割高」ということになるPE投資やM&Aに携わる人々の共通用語である。どの程度のマルチプルで取引されるかは、画一的なものがあるわけではなく、その時期や業界によって固有の水準が存在する。安い時期に購入して高い時期に売却することができればよいので、M&A市場に動きの少ない時期に安く仕入れて、逆に動きがあって買収価格が高騰しているときに売却すれば、最も投資効率が良くなる。これで儲ける投資効果はマルチプル効果の一つである。また、業界を変えることで平均マルチプルが変化するので、たとえば運輸業の企業を、大手製造業の運輸部門にすべく売却すると、運輸業のマルチプルではなく、製造業のマルチプルで売却できることがある。いずれにしても買い手と売り手との相対取引で取引される会社固有の本源的価値がどの程度であるのかによって取引金額が決められる。相場の変化や業界マルチプルの違いで儲ける行為は、やはり信頼関係において売り手や買い手としての責任が生じるものであると考える。伝えるべきことを隠したり、正確に伝えないで取引をしたりすることで、売却した後にクレームとなり、場合によっては表明保証条項の違反ということで裁判になるケースもある。マルチプル効果の観点からも、PE投資には責任が発生しサステイナブルな取引が望まれる。

(2) 年金にとってのPEと責任投資の関係

日本の年金のPE投資の一般的な構造

日本の年金は委託運用を義務づけられており、基本的に信託銀行や投資顧問会社といったゲートキーパーに実質的に運用委託を行うことになる。PE投資も例外ではない。したがって、年金基金はゲートキーパーとの間に、契約（年金信託契約・投資一任契約）を締結し、投資ガイドラインを示すことで、ゲートキーパーにガバナンスを効かせることになる（図4-4-4）。

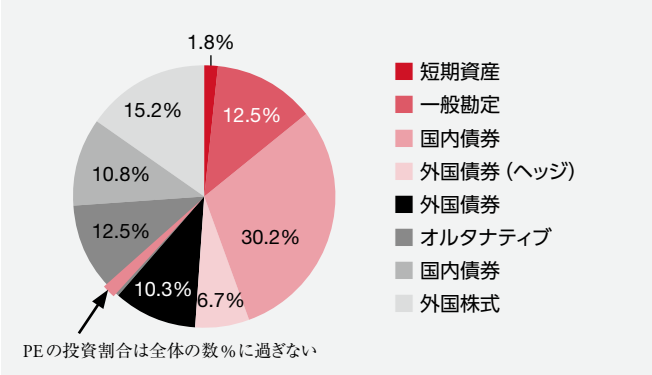
図4-4-4　PE投資の運用委託構造



出典：アーク東短オルタナティブ株式会社作成

しかしながら、年金投資家にとってPE投資は2015年時点では投資ポートフォリオの1～数％の投資割合しかないため、PE投資についてリソースを割くわけにはいかない（図4-4-5）。

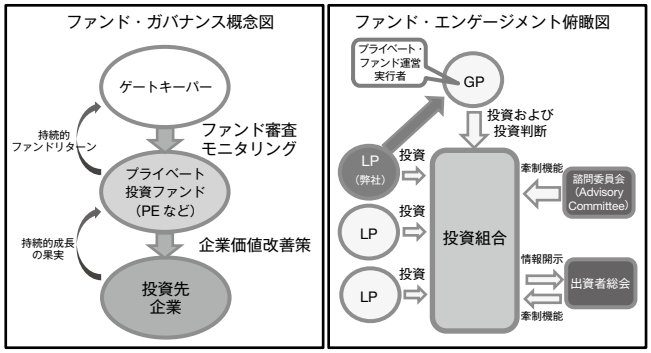
図4-4-5　確定給付企業年金の資産配分（実績ベース）



出典：2014年度年金運用動向調査結果（JPモルガンアセットマネジメント）

ゲートキーパーに全面的に任せるというのが年金運用の現状である。PE投資における責任投資を全面的に担い、マネージャー選定やキャッシュマネジメント、その他、PE特有のファンド・ガバナンスやファンド・エンゲージメント（図4-4-6）について、専門知識と経験を有するゲートキーパーが求められる。

図4-4-6　ファンド・ガバナンスとファンド・エンゲージメントのイメージ



出典：アーク東短オルタナティブ株式会社「スチュワードシップ基本方針」より抜粋

(3) プライベートエクイティにおける責任投資のありかた（まとめ）

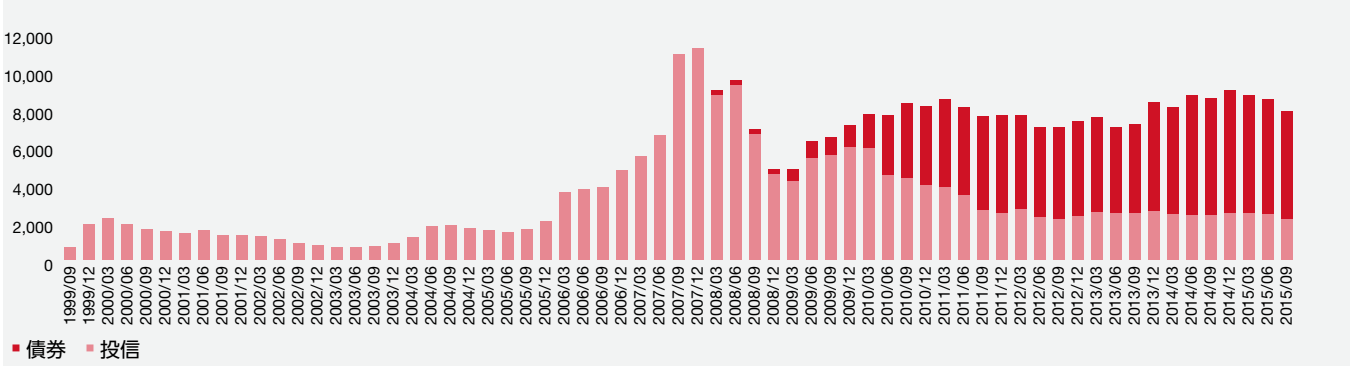
これまで述べてきた通り、PE投資において責任投資は実施しやすく、効果も明確に出やすい。これは、サステイナブル投資、責任投資、ESG投資という評語化する以前に、PE投資は、投資手法が確立されていない投資の世界で、自然発生的に生まれて発展してきた投資形態であった。自然と関係者全員が納得感のある結果に帰結するような行動をとり、そのようなプレーヤーが生き残ってきたからなのではないか。第二次大戦後の1950年代に米国マーシャールプランにより欧州の戦後復興を行うための投資を行ったのが最初のPE・VC投資だった。そのPE投資を最初に始めたピーター・ブルックは、この米国の資金を使って世界を良くするという当時の米国の世界に対する責任投資の発想に感銘を受けてPE投資を始めている。慈愛に満ちた正に責任投資・サステイナブル投資の発想がPE投資の根幹である。時代とともにやり方は変わるかもしれないが、この発想自体はPE投資においては不変の真理である。

棚橋 俊介

付録

個人向け金融商品におけるサステナブル投資残高推移

（単位：億円）



※公募SRI投信と個人向け債券の合計額

サステナブル投資の関連論文リスト

証券アナリストジャーナル2013年10月号～ 2015年9月号より

- 赤井厚雄「クラウド・ファンディングの現状と展望」2014年1月号
- 堀江貞之「日本版スチュワードシップ・コードの重要性」2014年8月号
- 上田亮子「英国スチュワードシップ・コードと日本への示唆」2014年8月号
- 曽田大地・光定洋介「運用会社からみたスチュワードシップ・コード」2014年8月号
- 太田珠美「日本版スチュワードシップ・コードが企業に与える影響」2014年8月号
- 杉浦康之・宮井博「企業価値分析におけるESG要因」2014年10月号
- 安井良太「適時開示の推進に係る東証の取り組みの変遷」2014年12月号
- 油布志行「コーポレートガバナンス・コードの概要」2015年8月号
- 小口俊朗「コーポレートガバナンス・コードへの期待と課題」2015年8月号

執筆者略歴

エグゼクティブ・サマリー

鷹羽 美奈子

MSCI ESG Research　シニアアナリスト／ヴァイス プレジデント。2000年青山学院大学国際政治経済学部卒業。2002年横浜国立大学社会科学研究科修士課程修了。同年あずさ監査法人環境コンサルティング部へ入所し、企業向けのCSRコンサルティング業務に従事。その後、ボーダフォン日本法人、ソフトバンクモバイル株式会社CSR担当者を経て、2007年よりRiskMetrics Group（現 MSCI）にてESGリサーチに従事。現在は、日本株ESGリサーチを統括する傍ら、セクターアナリストとしてグローバルにコンシューマーインダスストリーとトレーディングインダストリーを担当。

著書に『金融機関の環境戦略』（共著、金融財政事情研究会、2005年）がある。社会的責任投資フォーラム運営委員。

第1章　機関投資家の動向

1. 年金基金の責任投資

金井 司

三井住友信託銀行　経営企画部　理事・CSR担当部長。1983年大阪大学法学部卒業、同年住友信託銀行に入社しロンドン支店、年金運用部を経て、2005年より企画部・社会活動統括室CSR担当部長。2012年4月より三井住友信託銀行経営企画部・CSR推進室・CSR担当部長。同社グループのESG投資を含むCSR業務全般を統括する。「持続可能な社会の形成に向けた金融行動原則」運営委員長、「社会的責任に関する円卓会議」運営委員。著書に『戦略的年金経営のすべて』『CSR経営とSRI』『SRIと新しい企業・金融』『自然資本入門』（いずれも共著）等。

2. 責任投資ーりそな銀行資産運用部門の取組み

松原 稔

りそな銀行　信託財産運用部企画・モニタリンググループ グループリーダー。1991年4月りそな銀行入行、年金信託運用部配属。以降、投資開発室及び公的資金運用部、年金信託運用部、信託財産運用部、運用統括部で運用管理、企画を担当。2009年4月より現職。

2000年年金資金運用研究センター客員研究員、2005年年金総合研究センター客員研究員。日本証券アナリスト協会セミナー企画委員会委員、投資パフォーマンス基準委員会委員、企業価値分析におけるESG要因研究会委員（～ 2015年6月）。社会的責任投資フォーラム運営委員。MPTフォーラム幹事。PRIコーポレートワーキンググループ議長。投資家フォーラム運営委員。

【コラム】海外から見た日本

水口 剛

高崎経済大学経済学部教授。社会的責任投資フォーラム共同代表理事。ニチメン、英和監査法人などを経て、1997年高崎経済大学講師、2008年より現職。主な研究分野は、環境会計、企業の環境情報開示、責任投資など。2015年4月から1年間の国外研修のため、ロンドンのESG調査機関であるEIRISに滞在。主な著書は『ソーシャル・インベストメントとは何か』（共著、日本経済評論社）、『社会を変える会計と投資』（岩波書店）、『社会的責任投資（SRI）の基礎知識』（日本規格協会）、『環境経営・会計』（共著、有斐閣）、『環境と金融・投資の潮流』（編著、中央経済社）、『責任ある投資――資金の流れで未来を変える』（岩波書店）など。

第2章　個人投資家の動向

1. 投資信託

大竹 大

社会的責任投資フォーラム運営委員。金融情報ベンダー勤務。2007年法政大学社会学部卒業、2009年上智大学大学院地球環境学研究科 博士前期課程修了、修士（環境学）。研究分野は環境金融論、SRI。

2. 債券

徳田 健

大和証券株式会社デット・キャピタルマーケット部にて、国内外発行体の債券引受業務に従事。2005年に大和証券へ入社後、支店営業、大和証券グループ本社人事部、海外留学を経て現職。慶應義塾大学経済学部卒業。ノースカロライナ大学チャペルヒル校Kenan-Flagler Business School修了（経営学修士号取得）。

第3章　株主行動

山﨑 明美

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。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。社会的責任投資フォーラム運営委員。著書『株主と対話する企業』（共著、商事法務、2013）、『OECD のコーポレート・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。その他、『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）をはじめ議決権行使、社会的責任投資、スチュワードシップ・コードなどに関する論文多数。

第4章　サステナブル・ファイナンス

1. 金融行動原則

竹ケ原 啓介

㈱日本政策投資銀行　環境・CSR部長。1989年一橋大学法学部卒業、同年日本開発銀行（現日本政策投資銀行）入行。調査部、政策企画部、フランクフルト首席駐在員等を経て、2011年より現職。DBJ環境格付を始め同行の評価認証型融資を統括する。「持続可能な社会の形成に向けた金融行動原則」運営委員長。環境省、農林水産省、NEDO技術委員等公職多数。著書『環境格付』、『責任ある金融』、『ドイツ環境都市モデルの教訓』（いずれも共著）等。

2. コミュニティ投資、クラウドファンディング

多賀 俊二

全国NPOバンク連絡会　常任理事・事務局、中小企業診断士。1965年広島生まれ。1994年、初のNPOバンクである未来バンク事業組合の設立に携わる。2003年からはA SEED JAPANエコ貯金プロジェクトに参加。2004年の秋、NPOバンクが証券取引法改正で存亡の危機にあることに気づき、勉強会を呼びかけ、現在の全国NPOバンク連絡会に至る。以後、NPOバンクとソーシャルファイナンスの発展に向け、日々奮闘している。

【コラム】日本の未来を豊かにする小さくて大きな旦那さん

沖 雅之

個人投資家で本業はシステムエンジニア。投資先としてのいい会社について調べているうちに社会的責任投資に興味を持つ。2008年秋にマイクロ投資と出会い、翌年から投資を開始。共感をベースとした新しい投資に魅力を感じ、ブログ『”いい投資”探検日誌 from 新所沢』を通じてお金だけではない投資の魅力を発信し続けている。

3. 環境不動産

平松 宏城

株式会社ヴォンエルフ代表取締役。米国グリーンビルディング協会LEEDファカルティ（LEED公式指導員）、LEED AP BD+C（新築）、LEED AP ND（ネイバーフッド）、2015年にアジア初のLEEDフェローに選出される。

大阪外国語大学卒業。日米の証券会社に勤務の後、2002年にメリルリンチ証券マネージング・ディレクター（債券部門）から、ランドスケープデザイン／グリーンビルディングの世界に転進。2006年株式会社ヴォンエルフ（旧社名 CSRデザイン＆ランドスケープ株式会社）を起業し、現在に至る。環境省21世紀金融行動原則環境不動産WG座長、社会的責任投資フォーラム運営委員、CASBEE不動産評価検討小委員会委員等も務める。

4. プライベートエクイティ

棚橋 俊介

アーク東短オルタナティブ株式会社　代表取締役社長。東京大学経済学部卒業。ミシガン大学経営学修士（MBA）。公益社団法人日本証券アナリスト協会検定会員。

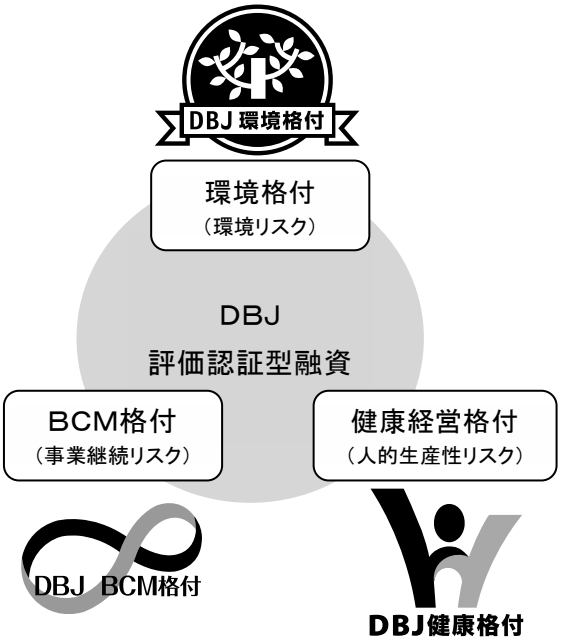
1996年三菱信託銀行（現三菱UFJ信託銀行）入社。資産運用業務を歴任。同社在籍時に、年金総合研究センター（現年金シニアプラン総合研究機構）に出向。2005年～2006年には責任投資原則（PRI）の策定に「Expert Group Member」として日本人として唯一関与。2008年ゴールドマン・サックス・アセットマネジメント入社を経て、2009年アント・キャピタル・パートナーズに入社しIR室を統括。2010年10月アーク・オルタナティブ・アドバイザーズを設立。

現在は、アーク東短オルタナティブ代表取締役社長として、日本の機関投資家のためのオルタナティブ投資普及のためにファンドの発掘と投資家への啓蒙に取り組む。責任投資原則（PRI）協会ジャパンネットワークのプライベート・エクイティ・ワーキンググループ議長。

株式会社日本政策投資銀行では、環境経営、事業継続性、健康経営といった非財務情報を可視化し積極的に取り込むことにより企業価値をより適切に評価する評価認証型融資（「DBJ環境格付融資」「DBJ BCM格付融資」「DBJ健康経営格付融資」）を行っています。

非財務情報は、企業の努力にスポットが当たらないことも多いため、評価認証型融資では、経済的インセンティブを設定するとともに、適切なモニタリングの実施を前提に企業の取り組みをマーケットに代弁します。また、シンジケート・ローン、保険と組み合わせたリスクファイナンス等の協調事例も実施しています。

また、平成27年度には「DBJ環境格付融資」等を資金使途とする「DBJサステイナビリティボンド」を3億ユーロ発行するなど、社会的責任投資債（SRI債）の発行にも取り組んでいます。本債券は、Sustainalytics PTE LTDから第三者認証を取得しています。



DBJ 日本政策投資銀行 Development Bank of Japan

http://www.dbj.jp/

私たちは、「責任投資」時代に対応した
コーポレートレポーティングの新しいカタチをご提案します。

成長戦略・財務パフォーマンス

＋

Sustainability & Credibility

持続可能性
（ESG／知的資産）

信頼性
（経営理念／説明責任）

EDGE International

www.edge-intl.co.jp

当社は、創業以来25年以上の長きにわたり、アニュアルレポートの企画・制作を中心とする、IRコミュニケーションサービスを数多くの日本企業に提供してまいりました。私たちは、**IRコミュニケーションのプロフェッショナル集団**として、またIRツールに関わる**モノづくりの職人集団**として、**お客さま企業の「説明責任」活動を強力にバックアップ**していくことを企業使命としております。

株式会社エッジ・インターナショナル
〒107-0052 東京都港区赤坂7-1-1 青山安田ビル
Tel : 03-3403-7750 fax : 03-3403-7746

［編集・エディトリアルデザイン・翻訳協力］

EDGE
International

［協賛］

EY Building a better working world

DBJ 日本政策投資銀行
Development Bank of Japan

［助成］

公益財団法人トラスト未来フォーラム

定価　2,500円（税込）

VEGETABLE OIL INK

FSC www.fsc.org ミックス 責任ある木質資源を使用した紙 FSC® C014473

Waterless Printing. Naturally