JSIF

日本サステナブル投資白書

Japan Sustainable Investment Forum

2017

NPO法人 日本サステナブル投資フォーラム

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2017
平成30年（2018年）3月31日発行

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

〒108-0071　東京都港区白金台3-19-6 白金台ビル5階
TEL：　070-6977-2354
E-mail：　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
ニッセイアセットマネジメント株式会社
新日本有限責任監査法人
Arabesque Asset Management Ltd.
NNインベストメント・パートナーズ株式会社
コムジェスト・アセットマネジメント株式会社

免責事項
本白書に含まれる情報は、①情報提供のみを目的とするものであり、有価証券の取引等の勧誘等を行うものでも、証券投資に関する助言等を提供するものでもなく、②正確性や完全性を保証するものではなく、今後予告なく変更されることがある。さらに、記載の内容や統計数値については、正確性を期すための努力を行ったが、情報の漏れや誤りについて、またこの情報に基づいて下されたいかなる判断や行動によって生じた間接的・直接的損害に対して、当法人は何らの責任を負うものではない。

著作権
本白書の内容に関する一切の権利は、NPO法人 日本サステナブル投資フォーラム（JSIF）にあり、複製または転載等を行う場合にはJSIF事務局への事前の了承が必要なものとする。

*無断転載・複写はお断りいたします。
Copyright ©2018 by JAPAN SUSTAINABLE INVESTMENT FORUM

目次

クイック・ガイド（投資家動向） 2

第1章 機関投資家の動向 3

1. 第3回サステナブル投資残高アンケート調査結果を受けて 3
2. 第3回サステナブル投資残高アンケート調査について 7
3. 第3回サステナブル投資残高アンケート調査結果 8
4. コラム：ESG評価の事例紹介 14
   1. 三井住友信託銀行 14
   2. ニッセイアセットマネジメント 15
5. コラム：ESG指数の紹介 18
   1. MSCIジャパンESGセレクト・リーダーズ指数 18
   2. MSCI日本株女性活躍指数（WIN） 19
   3. FTSE Blossom Japan Index 20

第2章 個人投資家の動向 22

1. 投資信託・債券の総額の推移 22
2. 投資信託 22
3. 債券 24
4. その他の社会的インパクト投資 24

第3章 エンゲージメントとスチュワードシップ 27

1. コーポレートガバナンス改革の進展 27
2. 日本におけるESG関連株主提案動向 30
3. 株主総会に見る国内機関投資家の変化 32

第4章 アセットクラス別の動向 33

1. 外国株式 33
2. 債券：グリーンボンドガイドライン（環境省） 33
3. 債券：国際協力機構債券（JICA債） 36
4. 不動産 38

執筆者略歴 40

クイック・ガイド（投資家動向）

本白書は原則として2017年3月末を基準とした統計データを元にまとめた報告書である。

1. 機関投資家の動向

日本サステナブル投資フォーラム（JSIF）では2015年より国内に拠点を有する機関投資家を対象にサステナブル投資残高アンケート調査を実施している。2017年3月末現在の残高は、136兆5,959億4,100万円。詳細は3ページ以降を参照。

表1-2-1

	第1回	第2回	第3回
調査実施時期	2015年11～12月	2016年9～10月	2017年9月
回答数（うちサステナブル投資残高の回答数）	28（24）	34（31）	34（32）
サステナブル投資合計額	26兆6,872億円	56兆2,566億円	136兆5,959億円
総運用資産残高に占める割合	11.4%	16.8%	35.0%
集計の時点	任意	2016年3月末	2017年3月末

2. 個人投資家の動向

JSIFでは公開情報をもとに、個人向け金融商品におけるサステナブル投資残高を四半期ごとに発表している。2017年3月末現在の残高は、7,358億円（投資信託2,187億円、債券5,171億円）。詳細は22ページ以降を参照。

図2-1-1　投資信託と債券の総額の推移

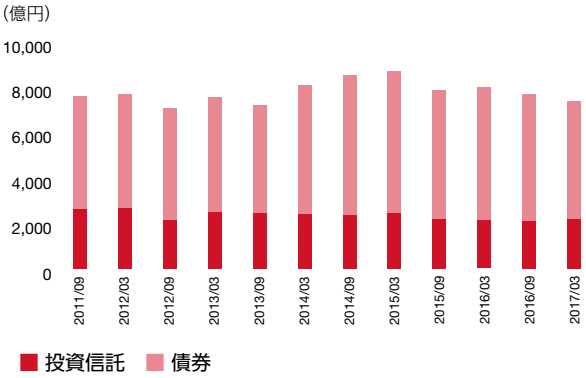


図2-2-1　投資信託の純資産残高とファンド本数推移

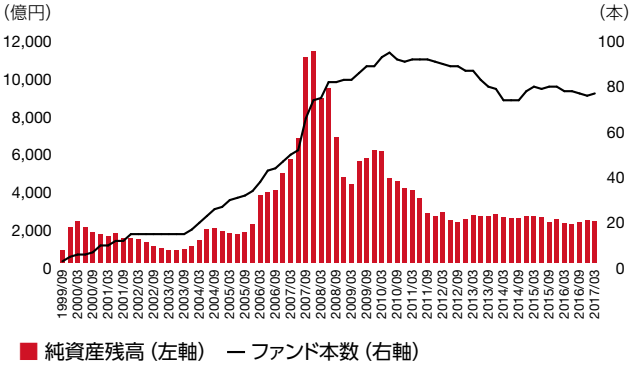
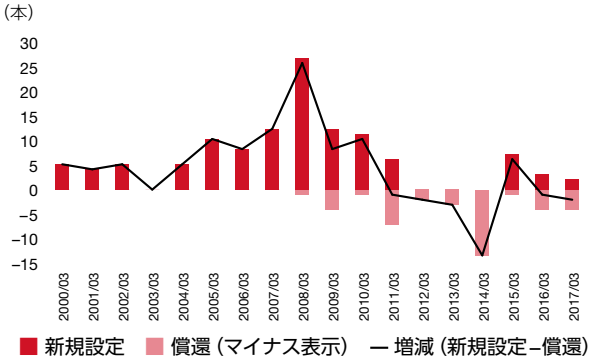


図2-2-2　投資信託の新規設定・償還本数の推移



1 機関投資家の動向

1. 第3回サステナブル投資残高アンケート調査結果を受けて

1. わが国のサステナブル投資残高は136兆円に

日本サステナブル投資フォーラム（JSIF）による2017年の第3回サステナブル投資*1残高アンケート調査の結果は、前回比で2.4倍の136兆5,959億4,100万円の残高となった。

投資手法別ではエンゲージメントが88.0兆円と最大であり、議決権行使が55.0兆円、ESGインテグレーションが42.9兆円、国際規範に基づくスクリーニングが23.9兆円、ネガティブ・スクリーニングが14.3兆円となった。資産クラス別では、日本株が59.5兆円、外国株が31.8兆円、債券が18.3兆円となった。ローンも3.5兆円、不動産も2.6兆円と大きく伸びている*2。JSIFのサステナブル投資残高アンケート調査結果は、世界各国のSIFが隔年で共同発表するGlobal Sustainable Investment Review（GSIR）にも反映されるが、次回は2019年年初となるため、JSIFは2018年9月に再度調査を行う予定である。

2017年12月時点では他国の最新数字が得られないため正確な比較はできないが、2016年時点での各地域・国の数値と今回のJSIF調査の結果を比較すると、2016年はオーストラリア・ニュージーランドに迫る規模となり、2017年はさらに増えてカナダと同程度になった。各国ともにその後さらに拡大していると見込まれるが、日本のサステナブル投資は世界的にも注目される規模になったといえよう。

*1 サステナブル投資という用語は、GSIRが用いている投資の7分類（JSIFアンケートでは議決権行使とエンゲージメントを分けた8分類）のすべてを含めた、全体を表す用語として使っている。
*2 1つの投資で複数の投資手法を用いることがあるため、合計額は136兆円を超える。

表1-1-1　GSIR 2016

（単位：兆円）

	2012	2014	2016
欧州	1,054	1,297	1,449
米国	450	791	1,050
カナダ	71	88	131
オーストラリア・NZ	16	18	62
アジア（日本を除く）	5	5	6
日本	0	1	57
合計	1,596	2,200	2,755

※ JSIFがGSIRの数値を1米ドル＝120.37円で換算

2. 残高が増加した要因

今回はアンケートを58機関に送付したが、回答機関数は前回と同じく34となった（回答機関には数社の変化がある）。このため、残高増加は主に各機関の回答額が増加した結果といえる。増加の背景には3つの要因が考えられる。まず、各機関投資家によるエンゲージメントの取り組みなどが実際に拡大したことがある。次に、各機関がESG投資などの定義を明確に規定できるようになった結果、それまで不明確であった資産についても整理分類できるようになったことが増加につながったと考えられる。第3に、前回のアンケート結果を踏まえて、JSIFが質問内容を回答しやすく変更したことがある。具体的には、投資手法を複数用いている場合には、それぞれの手法に加算してダブルカウントするよう明記した。また前回はGSIRの分類に合わせて「ESGに関するエンゲージメント・議決権行使」としていた分類を、日本ではESGに関する議案がまだかなり限られている現状を踏まえて、「議決権行使」と「エンゲージメント」に分け、また議決権行使についてはESGに係るものに限定しなかった。

3. サステナブル投資が拡大した原動力

この1年で日本のサステナブル投資市場がこのように大きく拡大した原動力としては、安倍政権の民間投資を喚起する成長戦略と、各官庁による数多くの具体的な取り組みが現在まで継続し、新たな段階を迎えている点が挙げられる。2017年だけをとっても、金融庁が日本版スチュワードシップ・コードの改定を行い、またスチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議を設置している。経産省は「伊藤レポート2.0」を発表し、企業と投資家の共通言語として「価値協創ガイダンス」を策定した。環境省はグリーンボンドガイドラインを策定し、また「持続可能性を巡る課題を考慮した投資に関する検討会（ESG検討会）」で議論をまとめ、「ESG金融懇談会」における検討も予定されている。さらに、アセット・マネージャーに大きな影響を与えたのが、GPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）が2015年にPRI（国連のイニシアティブである責任投資原則）に署名して、その取組方針を公表したことだと考えられる。GPIFはその後も「機関投資家のスチュワードシップ活動に関する上場企業向けアンケート」の実施と結果の公表、「グローバル・アセットオーナーフォーラム」や

「企業・アセットオーナーフォーラム」設置などに積極的に取り組み、その資金を受託している機関投資家にもスチュワードシップとESG投資に真剣に取り組むよう働きかけている。2017年7月には日本株のESG指数を3本選定し、同指数に連動したパッシブ運用を開始している。2本は総合型で、1本が女性活躍のテーマ型指数となっている。また11月にはグローバル環境株指数の公募を開始している。

さらに、企業年金連合会が2016年にPRIに署名し、日本を代表する2つの公的年金基金がサステナブル投資に取り組み始めたことが、その資金を受託して運用する大手機関投資家に非常に大きな影響を与えたと考えられる。

そのほかにも、「機関投資家協働対話フォーラム」が機関投資家と企業の協働エンゲージメントを支援する目的で設置され、日本証券業協会がSDGs推進に取り組み、日本取引所グループも国連のSustainable Stock Exchanges Initiative (SSE) に参加するなどの新たな広がりも見られ、日本の機関投資家がサステナビリティ投資に取り組む環境はほぼ整ったといえよう。

4. 今後の課題

(1) 持続可能な金融システム、気候変動とSDGsへの取り組み

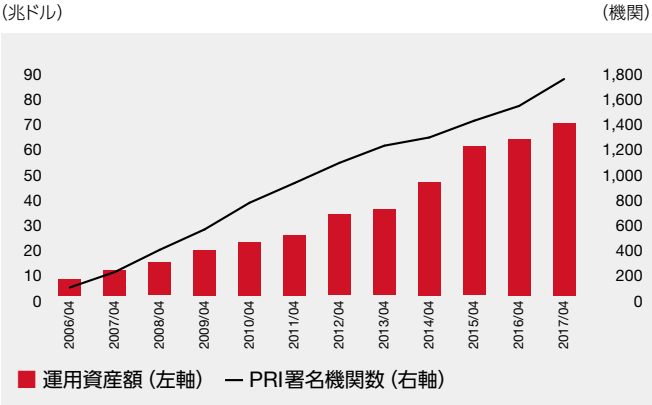
世界的にESG投資を牽引するPRIの署名機関数は、以下の図表のように2017年も引き続き増加している。

表1-1-2

	世界			日本		
	2014	2016	2017	2014	2016	2017
PRI署名機関合計数	1,453	1,633	1,891	39	53	60
年金基金など資産保有者（アセット・オーナー）	301	330	364	9	13	16
資産運用会社（インベストメント・マネージャー）	954	1,086	1,288	23	30	33
投資情報サービス提供会社（サービス・プロバイダー）	198	217	239	7	10	11

※ 2018年1月2日現在

図1-1-3　運用資産額とPRI署名機関数の推移



PRIは2016年に設立から10年目を迎え、それまでの責任投資の啓蒙活動から、取り組みの成果を求める方針へと舵を切り（Moving from awareness to impact）、2017年には次の10年に向けて優先事項をまとめたブループリント（A BLUEPRINT FOR RESPONSIBLE INVESTMENT）を発表している。このブループリントは、責任ある投資家、持続可能な市場（持続可能なグローバルな金融システムを実現する等）、すべての人々のための真に豊かな世界（気候変動に対する対策の支持、SDGsが実現される世界を目指す等）の3分野に焦点を当てており、これまでの責任ある投資家の取り組みをさらに深め、さらに金融システム、気候変動やSDGs（持続可能な開発目標）など、投資家が今後焦点を当てて取り組むべき分野を明らかにしている。

また25カ国の中央銀行や金融監督当局、財務省などが構成メンバーである金融安定理事会（FSB：Financial Stability Board）が気候関連財務情報開示タスクフォース（TCFD：Task Force on Climate-related Financial Disclosures）を設立し、2016年12月に最終的な提言を公表した。世界の金融の安定化には企業の気候関連情報開示が重要だという文脈での取り組みである。低炭素経済への移行に伴うリスクや機会の企業財務へ与える影響を正しく理解しなければ、効率的な資本配分は実現せず、金融市場の安定性が損なわれる可能性があるためだ。

日本における取り組みも、こうした方向にさらに進めていく必要がある。

(2) より早い本格的取り組みとサステナブル投資人材育成

日本の年金基金や運用機関の間で、今後大きなギャップが生まれる可能性がある。現時点で本格的に取り組みを開始している組織と、形式的な対応に終始してしまう組織との間に生まれるギャップである。サステナブル投資の世界は日進月歩であり、一度生まれたギャップを埋めることは容易ではない。いち早く全組織を挙げて本格的に取り組むべきであろう。

取り組みを本格化する上で大きな課題となるのが、サステナブル投資に見識があるスタッフの育成である。欧米では経験豊富で優秀な人材が他の組織へ移るのが比較的容易であり、流動性の高い人材市場があるが、日本では自社内で人を育てる傾向にあり、さらに育った人材が短期間で社内異動してしまう傾向がある。このような人材育成方法では、常に進化し続けるサステナブル投資の知識とノウハウを組織内で継承するのは困難だと感じる。喫緊の課題へ対応するだけでなく、組織としてサステナブル投資のノウハウを維持継続できる体制と人材の育成を考えていく必要があろう。

(3) アナリストの取り組み支援

前述のように最近では日本証券業協会や日本取引所グループなど金融機関に関わる組織が取り組みを進めるようになっている。一方で、投資実務に関わるファンドマネージャーやアナリストによるボトムアップの取り組みがあまり進んでいない点も課題と感じる。米国CFA協会では2010年頃からESGに関わる論文発表が増えており、CFA協会の試験プログラムでもESGについて論じるようになっている。また日本CFA協会は2010年に「上場企業のESG要因　投資家のためのマニュアル」を翻訳発行し、ここ数年は会員などに向けてESGの勉強会を定期的に開催している。CFA協会は、2017年にはPRIとパートナーシップを結び、さらにロンドン取引所も加えた3機関合同で、ESGが株価や債券利回り・スプレッドに与える影響について理解を得るためのグローバルなワークショップのプログラムも発表している。日本における証券アナリストの育成を目指す日本証券アナリスト協会でも2017年にはESG要因についての発表論文がかなり増えているが、ファンドマネージャーやアナリストのESG投資に対する知識を得るプログラムの作成や証券アナリスト試験への組み入れなど、より積極的な取り組みが望まれる。

(4) フォロワー的気質

日本のサステナブル投資はPRI設立から10年目にして、本格的なスタートを切った。自ら積極的に世界のトップランナーとなるのではなく、世界の動向からかなり遅れて参加するこうした傾向は、金融界に限らず日本企業や産業界全般にも広く見られ、日本経済・産業が抱える大きな課題と思われる。日本の機関投資家、株式市場と金融市場が世界の先端から大きく取り残されないためにも、大きな流れの変化にはいち早く対応していく必要がある。一方で、日本では検討から結論が出るまでに時間がかかるものの、一度スタートを切れば一丸となって真剣に取り組む傾向もあるので、今後3～5年で海外の先進事例に追いつくと期待したい。

(5) インベストメント・チェーンと企業情報開示の重要性

日本のサステナブル投資のレベルアップを図るには、投資家の取り組みが重要なことはいうまでもないが、最終的には企業による情報開示の充実が不可欠となる。インベストメント・チェーンを考えると、年金基金などがレベルの高いESG投資を行うには、運用会社がESG投資の優れた投資戦略を提案しなければならない。年金基金が納得する提案をするには投資方針や戦略の明確化、また継続的な取り組みの充実が必要となる。さらに自社によるエンゲージメントや調査に加えて、サービスプロバイダーが運用会社に提供するESG情報の充実が不可欠である。そしてこれらの情報のレベルアップには、最終的には企業が投資家の必要とする情報を的確に開示することが欠かせない。

図1-1-4

企業が投資家にとって理解しやすく的確な開示をするのが可能となるには、投資家がどのような非財務情報を必要とするのか、またなぜ必要とするのかを企業がよく理解することが必要である。そのためには、企業と投資家がコミュニケーションを図り、お互いの理解を深めることが求められよう。

(6) 最後に

日本におけるサステナブル投資はいよいよ本格化し始めた。安倍政権の経済政策から始まり、関係官庁による具体的な取り組み、公的年金基金による方針の発表とその後の積極的な取り組み、大手機関投資家による真剣な検討、さらには証券業界へと、数年前には予想もできなかった広がりとなっている。

JSIFのサステナブル投資残高アンケート調査も第3回となり、ご回答いただいたアセット・オーナーは8、アセット・マネージャーは24となった。PRIに署名している日本のアセット・オーナーは2018年1月3日時点で16、アセット・マネージャーは24であり、まだご回答いただけていない機関投資家がある。さらに「『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》の受け入れを表明した機関投資家は2017年12月時点で、助言会社を除いて207となっている。日本に拠点を構えていない機関投資家を除いてもまだご回答いただいていない機関は多く、今後はさらに多くの機関投資家からご回答をいただけるよう努めたい。

最後に、本調査がわが国のサステナブル投資・ESG投資の取り組みについて、国内外の公的機関、機関投資家、サービスプロバイダー、企業の情報開示担当部署、また研究・教育に関わる方々などに、現状を正しく理解していただく一助となるよう願っている。本調査の実施と発表にあたっては、PRI事務局日本ネットワークから多大なご協力を、また本白書の刊行にあたっては、多くの協賛と助成をいただき、会員その他の方々からも多くのご協力をいただいたことに心から感謝申し上げたい。

NPO法人 日本サステナブル投資フォーラム
会長 荒井 勝

2. 第3回サステナブル投資残高アンケート調査について

アンケートの送付方法

本調査にあたってはJSIFが連絡先を保有する58機関へアンケートの協力依頼をメールで送付した。またPRIジャパンネットワークに国内PRI署名機関への周知にご協力いただいた。

サステナブル投資残高をご回答いただいた年金基金、投資運用会社一覧（50音順）

回答34機関のうち32機関がサステナブル投資残高を回答。うち1機関は非公開を希望。

- 朝日ライフアセットマネジメント株式会社
- アセットマネジメントOne株式会社
- アムンディ・ジャパン株式会社
- NNインベストメントパートナーズ株式会社
- MS&ADインシュアランスグループホールディングス株式会社
- 企業年金連合会
- コムジェスト・アセットマネジメント株式会社
- J-STAR株式会社
- 上智大学
- 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
- 第一生命保険株式会社
- 大同生命保険株式会社
- 太陽生命保険株式会社
- 大和証券投資信託委託株式会社
- T&Dアセットマネジメント株式会社
- DBJアセットマネジメント株式会社
- 東京海上アセットマネジメント株式会社
- 東京海上日動火災保険株式会社
- ニッセイアセットマネジメント株式会社
- 日本生命保険相互会社
- 野村不動産投資顧問株式会社
- 富国生命投資顧問株式会社
- 三井住友アセットマネジメント株式会社
- 三井住友信託銀行株式会社
- 三菱UFJ国際投信株式会社
- 三菱UFJ信託銀行株式会社
- 株式会社りそな銀行
- ロベコ・ジャパン株式会社

第1回調査からの推移

表1-2-1

	第1回	第2回*1	第3回*2
調査実施時期	2015年11～12月	2016年9～10月	2017年9月
回答数（うちサステナブル投資残高の回答数）	28（24）	34（31）	34（32）
サステナブル投資合計額	26兆6,872億円	56兆2,566億円	136兆5,959億円
総運用資産残高に占める割合	11.4%	16.8%	35.0%
集計の時点	任意	2016年3月末	2017年3月末

*1 原則として2016年3月末での回答を依頼したが、任意の時点での回答も受け付け、サステナブル投資合計額に含めている。その内訳は以下のとおり。
- 2016年6月末…1兆8,168億円
- 2016年7月末…8,300億円
- 2016年8月末…1,572億2,600万円
- 2016年9月末…7兆783億9,800万円

*2 原則として2017年3月末での回答を依頼したが、任意の時点での回答も受け付け、サステナブル投資合計額に含めている。その内訳は以下のとおり。
- 2017年6月末…9兆1,110億2,500万円
- 2017年7月末…9,513億円
- 2017年8月末…772億5,400万円

表1-2-2　回答機関の分類

	第1回	第2回	第3回
アセット・オーナー	7	7	8
インベストメント・マネージャー	20	26	24
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	1	2
合計	28	34	34

表1-2-3　運用手法ごとのサステナブル投資残高

（単位：百万円）

	第1回	第2回	第3回
ESGインテグレーション	17,555,654	14,240,387	42,966,133
ポジティブ（ベスト・イン・クラス）・スクリーニング	326,955	3,020,214	6,693,443
サステナビリティ・テーマ型投資	785,785	1,036,139	1,384,773
インパクト・コミュニティ投資	87,642	369,657	372,616
議決権行使・エンゲージメント	11,709,822	34,890,329	143,045,139
ネガティブ・スクリーニング	4,573,384	2,249,951	14,309,760
国際規範に基づくスクリーニング	6,075,200	6,741,902	23,908,999

※ 複数回答があるため合計額とは一致しない。また「議決権行使・エンゲージメント」の数値については毎回、質問の仕方を変更しており、単純比較は困難である。第2回と第3回の変更点については11ページQ13を参照。

表1-2-4　アセットクラスごとのサステナブル投資残高

（単位：百万円）

	第1回	第2回	第3回
日本株	13,855,308	31,194,049	59,523,773
外国株	2,962,942	4,564,386	31,842,726
債券	6,815,325	6,846,696	18,301,518
PE	643	39,836	190,443
不動産	435,150	406,043	2,666,410
ローン	—	—	3,504,432
その他	1,147,630	3,197,093	4,759,604

3. 第3回サステナブル投資残高アンケート調査結果

アンケートの質問内容は下記URLを参照のこと。

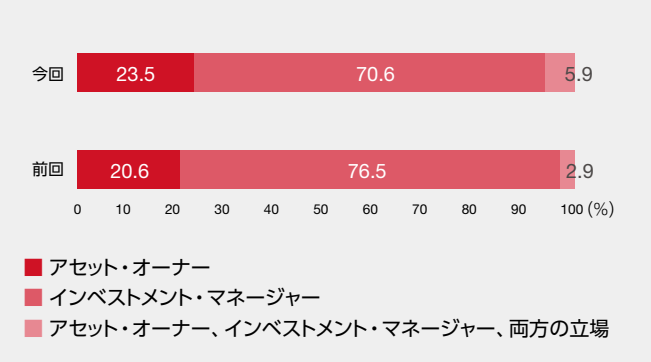
http://japansif.com/JSIFsurvey2017qa.pdf

Q1 調査結果とは無関係の設問のため、この誌面では割愛しています。

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。

本質問回答数　34

選択肢	前回	今回
アセット・オーナー	7	8
インベストメント・マネージャー	26	24
アセット・オーナー、インベストメント・マネージャー、両方の立場	1	2



- 回答機関は前回調査と同数の34機関。うち28機関は前回も回答している。
- 回答した外資系の日本法人は4機関（すべてインベストメント・マネージャー）。
- 調査時点でPRIに署名する日本のアセット・オーナー、インベストメント・マネージャー 47機関中本調査にご回答いただいたのは28機関である。

Q3 次のイニシアチブに署名・参画等されていますか？

本質問回答数　32

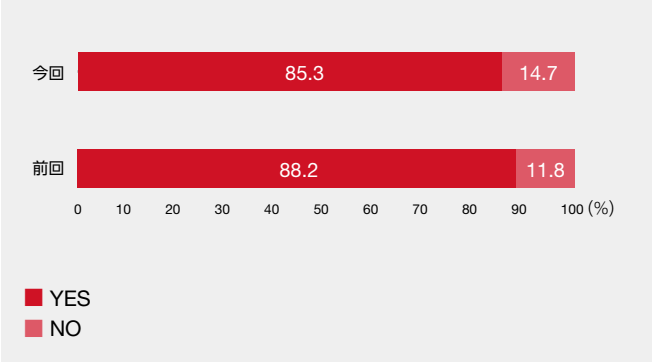
選択肢	前回	今回
PRI（責任投資原則）	27	31
赤道原則	1	1
21世紀金融行動原則	14	15
PSI（持続可能な保険原則）	4	3
CDP	13	10
ICGN（The International Corporate Governance Network）	2	8
その他（具体的に）	12	11

- サステナブル投資に関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、32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31と最大であり、これについで国内の取り組みである21世紀金融行動原則が15、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への署名が10となった。
- 21世紀金融行動原則は調査時点（2017年9月）で253の金融機関が署名している。これに比べると少ない印象があるが、親会社のホールディングカンパニーが署名し、傘下の運用会社は未署名の例もあるため、回答数が少なく出ている可能性がある。
- その他の回答で2以上の機関が記入したイニシアチブは、国連グローバル・コンパクト（2機関）、モントリオール・カーボン・プレッジ（2機関）であった。

Q4 日本版スチュワードシップ・コードに受け入れを表明されていますか？

本質問回答数　34

選択肢	前回	今回
YES	30	29
NO	4	5

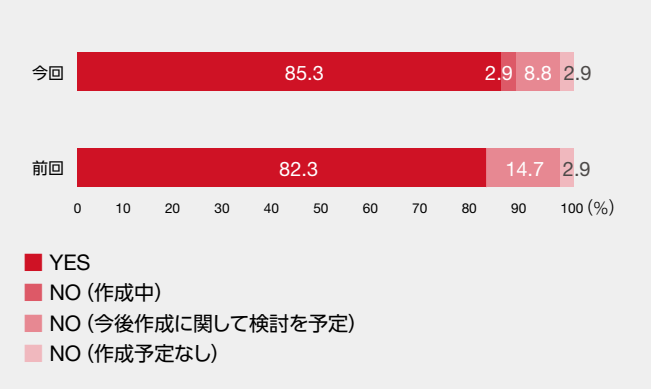


- 日本版スチュワードシップ・コードに署名していない5機関の内訳は、国内のアセット・オーナーが2、国内のインベストメント・マネージャーが2、海外のインベストメント・マネージャーが1であった。
- YESと回答した29機関のうち26機関からその方針を公開しているウェブサイトのURLが示された。

Q5 組織としてサステナブル投資（ESG投資、責任投資など）に関する明文化された方針はお持ちでいらっしゃいますか？

本質問回答数　34

選択肢	前回	今回
YES	28	29
NO（作成中）	0	1
NO（今後作成に関して検討を予定）	5	3
NO（作成予定なし）	1	1



- 作成予定なしとの回答はアセット・オーナー1機関となっている。

Q6 Q5でYESと答えられた方に質問です。その方針は公開されていますか？

本質問回答数　29

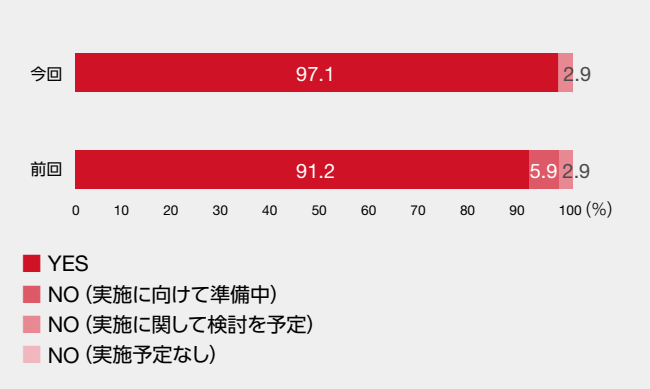
選択肢	回答数	回答率（%）
YES（一般に公表）	26	89.7
YES（顧客・加入者等のみに開示）	2	6.9
NO	1	3.4

- Q5で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と回答した29機関のうち26機関がその方針を一般に公開。うち25機関からウェブサイドのURLが提示された。
- 前回の質問はサステナブル投資に関する方針の開示ではなく、スチュワードシップ・コードの方針の開示を問うものであったため、前回比較は行わない。

Q7 サステナブル投資（ESG投資、責任投資など）をされていますか？

本質問回答数　34

選択肢	前回	今回
YES	31	33
NO（実施に向けて準備中）	2	0
NO（実施に関して検討を予定）	1	1
NO（実施予定なし）	0	0



- NOの回答の1機関からは、同社が取り組むエンゲージメント投資がJSIFの定めるサステナブル投資基準を満たしていていないと考えられるためとのコメントが寄せられている。

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？

本質問回答数　33

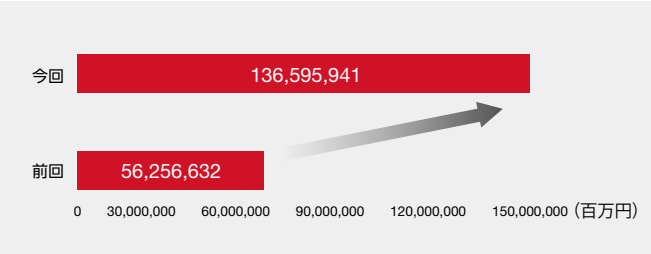
選択肢	前回	今回
YES	32	32
NO	1	1

- サステナブル投資の運用残高については、32機関（97.0%）からYESとの回答があった。
- Q7でYESと回答し、Q8でNOと回答した機関からは、運用の大半がサステナブル投資に該当するが、プロダクト単位での仕切りがないため回答不可能とのコメントが寄せられた。

Q9 9～12はサステナブル投資残高について質問したものである。

（単位：百万円）

	前回	今回
サステナブル投資運用残高総額	56,256,632	136,595,941
回答機関数	31	32
1機関平均残高	1,814,730	4,268,623
総運用資産残高に占める サステナブル投資の割合（%）	16.8	35.0



- Q9で尋ねたサステナブル投資の運用残高総額については32機関から回答があり、その合計額は前回の2.4倍となる136兆5,959億4,100万円。
- 原則として2017年3月末での回答を依頼したが、任意の時点での回答も受け付け、サステナブル投資合計額に含めている。Q10でその時点および金額を尋ね、内訳は下記のとおり。
  ⇒ 2017年6月末…9兆1,110億2,500万円
  ⇒ 2017年7月末…9,513億円
  ⇒ 2017年8月末…772億5,400万円
- Q11で総運用資産残高を尋ね、31機関から回答があり、その残高合計は383兆1,984億5,800万円。その31機関のサステナブル投資合計額は134兆2,426億4,100万円。よって総運用資産に占めるサステナブル投資の割合は下記の式で算定した。
  134兆2,426億4,100万円÷383兆1,984億5,800万円=35.0%
- サステナブル投資比率上昇の理由としては、社内で整理が進んだことによりESGインテグレーションに該当する資産を明確に定義できるようになったことや、エンゲージメントの広がりがある。

- Q12でアセット・オーナーの委託運用額を尋ね、9機関からの回答合計額は3兆2,704億7,600万円。しかしその委託先のインベストメント・マネージャーすべてが本調査に回答しているかどうか不明のため、合計額からの控除は見送った。

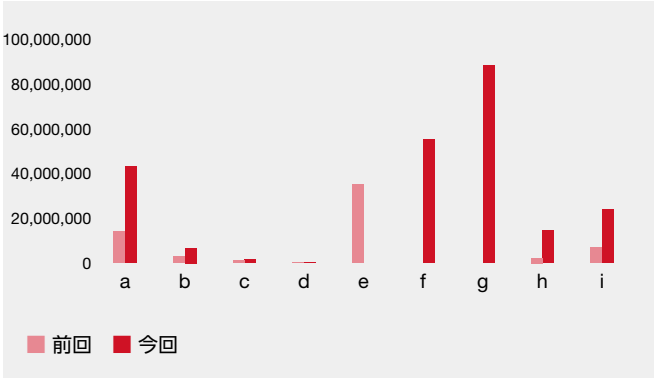
Q13 Q9でご記入いただいた金額について、差し支えなければ下記の運用手法ごとの金額をお知らせください。

本質問回答数　30

(単位:百万円)

	選択肢	前回	今回	前回比(%)
a	ESGインテグレーション	14,240,387	42,966,133	+201.7
b	ポジティブ(ベスト・イン・クラス)・スクリーニング	3,020,214	6,693,443	+121.6
c	サステナビリティ・テーマ型投資	1,036,139	1,384,773	+33.6
d	インパクト・コミュニティ投資	369,657	372,616	+0.8
e	議決権行使・エンゲージメント	34,890,329	—	—
f	議決権行使	—	55,007,706	—
g	エンゲージメント	—	88,037,433	—
h	ネガティブ・スクリーニング	2,249,951	14,309,760	+536.0
i	国際規範に基づくスクリーニング	6,741,902	23,908,999	+254.6

(百万円)



※ 複数回答があるためQ9の合計額とは一致しない。
※ 議決権行使およびエンゲージメントについては、前回とは質問の仕方が異なるため前回比は示していない。
※ 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。
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 議決権行使
議決権行使を行う。
6 エンゲージメント
エンゲージメント方針に基づき、株主として企業に働きかける。
7 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。
8 国際規範に基づくスクリーニング
国際機関(OECD、ILO、UNICEF等)の国際規範に基づいた投資(例:オスロ条約→クラスター爆弾関連企業に投資しない)。
上記の区分わけについては世界各国のSIFの集まりであるGlobal Sustainable Investment Alliance、Eurosif、PRIの定義を参考にした。

- サステナブル投資の運用手法別の質問には、Q9で運用残高を回答した32機関のうち、30機関から回答があった。
- 取組機関が最も多かったのは「ESGインテグレーション」の22機関。今回の調査で回答額が最も大きかったのは「エンゲージメント」の約88兆円で16機関から回答があった。両手法の伸びが本調査のサステナブル投資合計額を押し上げている。
- 「ポジティブ(ベスト・イン・クラス)・スクリーニング」については11機関から回答があったが、ある1機関の回答額がその大半を占めている。当該機関に確認したところ、「ESGインテグレーション」をはじめ他の手法と重なる部分が多いとのことで、後述する複数回答を明記したことにより、前回比で増加しているといえる。
- 「サステナビリティ・テーマ型投資」「インパクト・コミュニティ投資」については前回調査とほぼ変わらない数字であった。
- 「ネガティブ・スクリーニング」「国際規範に基づくスクリーニング」の回答額の約半分が、今回初めて回答した機関によるものであり、それが前回比で大きく金額を伸ばした主要因である。また後述する複数回答による影響も考えられる。

今回の調査での変更点とその影響

① 今回より複数の手法を組み合わせた運用残高の場合は複数回答での依頼を明記した。この変更に伴い、複数回答が前回の3機関から17機関へ増加している。

② 前回調査で「ESGに関するエンゲージメント・議決権行使」「一般的なエンゲージメント・議決権行使」に分けて質問していた2項目について、今回は「議決権行使」「エンゲージメント」の2項目に変更した。このため前回調査との単純比較は困難である。

Q14 Q13で「ネガティブ・スクリーニング」に金額をご記入いただいた方にお尋ねします。差し支えなければどのようなネガティブ・クライテリアを適用されているかお知らせください。

本質問回答数　6

- 反社会的勢力の排除など社会通念上問題のある企業の除外が3機関。
- 独自のESGレーティングで最下位の評価をつけた企業を除外するなどESG評価を利用した基準を用いているのが2機関。
- 1機関からは強制労働・児童労働、違法物品等の製造または取引、ワシントン条約により規制されている野生生物の取引、国際的に廃止された農薬および除草剤の製造または取引、武器および軍需品の製造または取引、違法ギャンブルなどの遊興ビジネスを除外するなどの詳細な具体例が提示された。

Q15 Q13で「国際規範に基づくスクリーニング」に金額をご記入いただいた方にお尋ねします。差し支えなければどのような規範に準拠した運用をされているかお知らせください。

本質問回答数　5

- 回答5機関のうち4機関はオスロ条約に基づくクラスター爆弾に関わる企業を排除するもの。
- 1機関からはワシントン条約により規制されている野生生物の取引の禁止、国際労働機関（ILO）が定める児童労働や強制労働などの規範、OECDが定める規範などの詳細な具体例が提示された。

Q16 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。

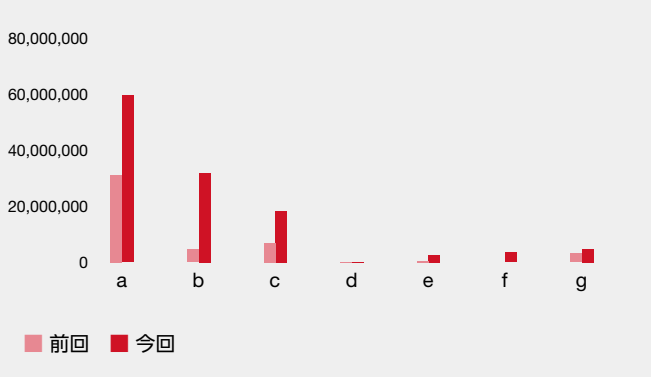
本質問回答数　30

（単位：百万円）

選択肢	前回	今回	前回比（%）
a　日本株	31,194,049	59,523,773	+90.8
b　外国株	4,564,386	31,842,726	+597.6
c　債券	6,846,696	18,301,518	+167.3
d　PE	39,836	190,443	+378.1
e　不動産	406,043	2,666,410	+556.7
f　ローン	—	3,504,432	—
g　その他	3,197,093	4,759,604	+48.9

※ 未回答の機関があるためQ9の合計額とは一致しない。

（百万円）



- サステナブル投資の資産クラス別残高の質問には、Q9で残高を回答した32機関のうち、30機関から回答があった。
- 「日本株」が最も多く59.5兆円（25機関）。次いで「外国株」が31.8兆円（17機関）、「債券」が18.3兆円（13機関）となり、この3資産で全体の93.5%を占めている。
- 「不動産」は回答機関数が前回の1機関から6機関に増えたことが、前回比で大きく増加した要因である。
- 「ローン」は今回新設した項目である。

Q17 Q16で「その他」にご記入いただいた金額について、差し支えなければ具体的な資産クラスと金額の内訳をお知らせください。

本質問回答数　6

- Q16のその他資産の回答例としては、主にバランス型ファンド等の投資信託のため、区別が困難との回答だった。

Q18 過去一年で日本版スチュワードシップ・コードに規定されている「目的ある対話」（エンゲージメント）は国内・海外それぞれ何社を対象に実施されましたか？ ※議決権行使は除いてご回答ください

本質問回答数　25

対象社数	前回	今回
～100社	10	7
100～500社	8	9
500～1,000社	5	2
1,000社～	2	4

- 目的ある対話（エンゲージメント）を行っている機関は25機関あった。うち2機関は社数未回答
- 未回答9機関のうち4機関が日本版スチュワードシップ・コードに受け入れ表明している（Q4でYESと回答）。
- 海外企業へのエンゲージメントを回答したのは5機関。またこの5機関がQ16で回答した外国株投資残高は約20兆円で合計額の約6割を占める。海外企業へのエンゲージメントの広がりが外国株投資残高を押し上げたと考えられる。

Q19 差し支えなければエンゲージテーマの具体例をお知らせください。（複数回答可）

本質問回答数　22

選択肢	回答数
Eに関するもの	18
Sに関するもの	20
Gに関するもの	21

- Eに関するエンゲージテーマへの回答のうち14件は、CO_2やフロンガスなどの地球温暖化ガス排出量に対する取り組み等、気候変動に関するものであった。このほか特徴的な回答として、「有害物質を含む材料を出荷した企業に対する背景や対策の確認」や「自然災害への対応」があった。
- Sに関するエンゲージテーマへの回答のうち11件は、働き方改革、女性活躍推進、離職率の低下など労働環境への取り組みに関するものであった。次いで多かったのが、児童労働など人権尊重に対する取り組みに関するもので3件、ステークホルダーとの良好な関係構築も3件あった。このほか特徴的な回答として、「不動産業の企業に対するシェアリングエコノミー拡充」や「地方創生に向けた取り組み」があった。
- Gに関するエンゲージテーマへの回答のうち、株主還元の充実、政策保有株式・買収防衛策の是非など資本政策を問うものが9件。取締役会の実効性評価の8件。このほか「相談役・顧問制度の有無およびその運用状況」や「社外取締役の派遣」といった回答もあった。

Q20 これまでご回答いただいた運用について、体系的な評価プロセスなどを開示可能な範囲でコメントいただくか、あるいは開示資料のURLなどをお知らせください。（例；ESG評価チームがESGを行っている、外部の評価機関あるいは分析データを用いてスクリーニングをかけている、など。）

本質問回答数　26

- 本質問に関する詳細なコラムとして、三井住友信託銀行株式会社、ニッセイアセットマネジメント株式会社の2社にご寄稿いただいた（→14ページ参照）。
- 11機関がウェブサイトのURLを記載しており、誰もが閲覧できる状態になっている。
- サステナブル投資残高（Q9）を回答した機関のうち、6機関が本質問に未回答であった。

Q21 本調査でサステナブル投資残高をご回答いただいた会社・基金等の名称のみ調査レポートで公開させていただく予定です。名称の非公開を希望される場合はその旨お知らせください。

本質問回答数　34

選択肢	回答数	回答率（%）
公開可	33	97.1
公開不可	1	2.9

4. コラム：ESG評価の事例紹介

第3回サステナブル投資残高アンケート調査のQ20で尋ねた体系的な評価プロセス等について、JSIF法人会員の三井住友信託銀行株式会社、ニッセイアセットマネジメント株式会社の2社にご寄稿いただいた。

三井住友信託銀行

当社は「責任ある機関投資家」として、企業業績など短期的に株価に影響を与える財務情報に加え、中長期的なビジネス機会やリスクなど企業価値に影響を及ぼす要因であるESG情報を考慮に入れた株式や債券の運用に取り組んでおり、企業とのエンゲージメントや議決権行使といったスチュワードシップ活動においてもESG課題の解決を重要視している。

ESG課題は財務情報には表れない非財務領域の課題であり、時間の経過とともに企業価値に大きな影響を及ぼす可能性がある。当社では、ESG課題への対応が中長期的なアップサイドポテンシャルの追求とダウンサイドリスクの抑制につながると考えており、積極的なESG課題への対応は、お客さまの投資リターンの拡大を図る責任、すなわちスチュワードシップ責任を果たすことにつながると考えている。

1. 非財務情報評価「MBIS®」（エムビス）について

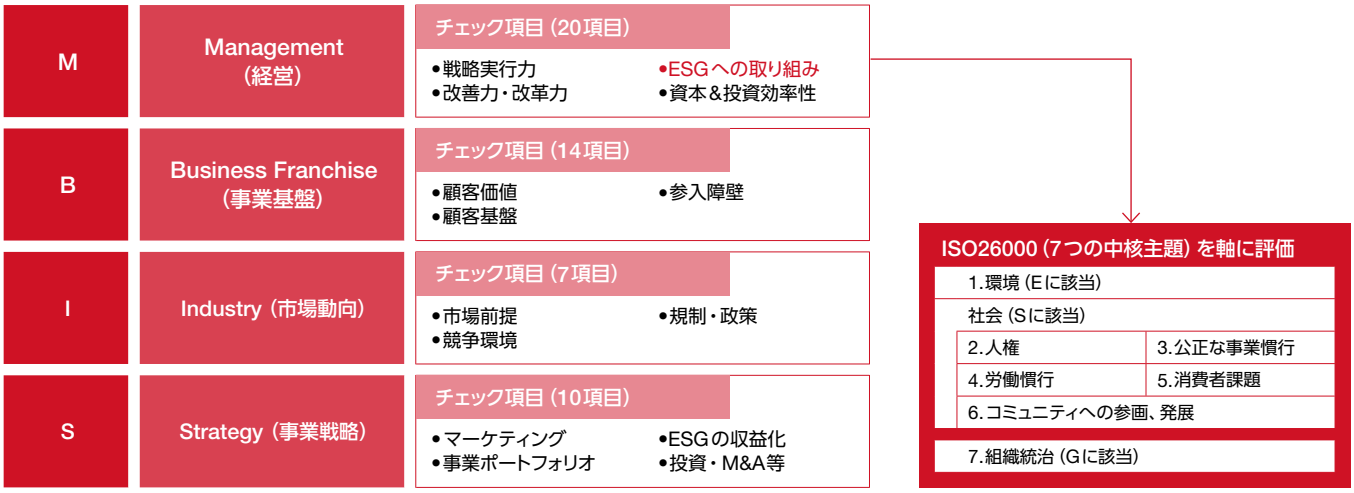
当社では、投資先企業の持続的成長を見極めるため、企業が提供する商品・サービスの付加価値の高さやその持続性、付加価値の提供を支えるガバナンス体制、持続的成長の基盤となる社会・環境への影響度など、財務情報では表現しきれない「非財務情報（ESG情報）」を収集・分析・評価している。

このような非財務情報（ESG情報）に基づき、持続的成長に向けた企業の強み・課題を評価するツールが、当社が独自に開発したMBIS®という枠組みである。MBIS®のMは経営（Management）、Bは事業基盤（Business Franchise）、Iは市場動向（Industry）、Sは事業戦略（Strategy）を表しており、企業のESG課題への取り組みに対する評価をMに、ESGの事業化・収益化への評価をSに取り込んでいる。

また、ESG課題への取り組みはISO26000（社会的責任に関するガイダンスを提供する国際規格）の7つの中核主題を軸とした評価を行っており、ISO26000を介してSDGsとの親和性を図っている。

MBIS®は経験豊富なリサーチ運用部のアナリストが付与する。MBIS®スコアはM・B・I・S各々に付与された点数の合計値だが、M・B・I・S各々には企業の強み・課題を見極めるためのチェック項目が網羅的に設けられており、点数付与に際しては、特定要素での強み・課題が著しく全体に影響を与える場合は、その要素の評価のみでスコア化が可能な運営としている。

図1-4-1　非財務情報評価「MBIS®」



MBIS®の目的は持続的成長に向けた企業の強み・課題を見極めることにあるため、特定要素の強み・課題が他の要素の評価の中に埋没しないようにするためだ。

なお、MBIS®の高度化策として、定期的なモニタリングによるMBIS®スコアの適切性検証のほか、社外有識者等との議論を踏まえたMBIS®項目の定期的な見直しも行っている。

2. ESG投資におけるSDGsの活用について

SDGsとは、2015年に国連で採択された「持続可能な開発のための2030アジェンダ」に記載されている2030年までの国際目標である。SDGsは、地球規模で直面するESG課題に対処するため、国際法の尊重を含め国連憲章の目的と原則によって導かれているもので、持続可能な世界を実現するための17のゴールと169のターゲットにより構成されている。

SDGsでは、すべての企業に対してその創造性およびイノベーションを活用して、持続的発展のための課題を解決するように求めており、企業側の意識も高まっている。当社では、SGDsが企業の将来的なビジネスチャンスおよび持続的成長につながるとの観点から、SDGsの概念をMBIS®に取り込むとともに、その17のゴールを念頭に置いたエンゲージメントを行っている。

3. ESGインテグレーション

当社では、投資先企業を評価する際に定期的に発信される財務情報に加えて非財務情報（ESG情報）も活用している。投資にあたって企業を評価する際、短期的には業績等の財務情報が重要となるが、中長期的には当該企業の継続的な成長に関する評価が重要となる。

このため、当社では、持続的な企業収益の維持・改善を見極めるために、企業の提供する商品やサービスの付加価値の高さ、その持続性、および付加価値の提供を支えるガバナンス体制の強固さなどに関する非財務情報（ESG情報）を収集し、当社独自の評価ツールであるMBIS®で評価し、これを株式運用でのアクティブリターンの向上とダウンサイドリスクの低減のために銘柄選択に取り込んでいる。

これが当社の「ESGインテグレーション」である。2015年に取り組みを開始し、現在ではすべての国内株式アクティブファンドにおいて投資手法として取り込んでいるほか、社債（クレジット）投資を行う一部の国内債券アクティブファンドにおいても同様の取り組みを行っている（対象は総額約2.4兆円）。

ESG評価をどのように活用するかは、個々のファンドの運用スタイルに応じて異なる。例えば株式投資における投資ユニバース選定時のスクリーニングに用いることもあれば、投資対象銘柄の絞り込みに用いる場合もある。

三井住友信託銀行　スチュワードシップ推進部

ニッセイアセットマネジメント

1. ESGインテグレーションの実際

本稿では、ニッセイアセットマネジメント（以下、ニッセイアセット）における「ESGインテグレーション」と、それを支えるESG評価の概要を紹介する。

(1) ESGインテグレーションとは？

そもそも、「ESGインテグレーション」とは何なのか。具体的に、「“何を”、“何に”インテグレート」することがESGインテグレーションなのか。まずはこの点から確認しよう。

JSIFの「サステナブル投資残高調査」によれば、ESGインテグレーションは、「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」と定義されている。

ESG評価の良し悪しに応じて企業を抽出・除外する「スクリーニング」や、再生エネルギーファンドなどの「サステナビリティ・テーマ型投資」に比べると、定義の幅が広い。「通常の運用プロセス」とあるが、企業やマクロ環境の分析、ポートフォリオの構築など、運用プロセスには様々な段階がある。どの段階においてESG要因を組み込むかによって、ESGインテグレーションの方法も変わってくる。そもそも、運用手法がアクティブ運用か、パッシブ運用かによっても大きく異なってくるだろう。

(2) アクティブ運用におけるESGインテグレーション

ニッセイアセットはアクティブ運用に力をいれているが、アクティブ運用におけるESGインテグレーションには、どのような方法が考えられるのだろうか。

例えば、ポートフォリオを構築（銘柄選択、保有ウェイトの決定等）する際に、通常の企業価値評価に加えて、ESG評価を勘案するというESGインテグレーションが考えられる。この場合のESG評価は、企業価値評価と必ずしも連動しているとはかぎらない。

これとは別に、企業価値評価自体にESG評価を組み入れるという考え方もある。そもそも、通常のアクティブ運用では、投資判断の拠り所となる企業価値評価が不可欠である。企業価値評価を行わなければ、現時点の株価が割高なのか、割安なのかを考察することはできない。ESG要因が企業価値に影響すると考えるのであれば、企業価値評価自体にESG評価を組み入れるのは自然な発想といえる。

(3) ニッセイアセットのESGインテグレーション

企業価値評価の手法には様々なものがあるが、ニッセイアセットではDCF（Discount Cash Flow）法を用いている。具体的には、インハウスのアナリストが、今期以降のキャッシュフローを予想し、資本コストで割り引くことで現在価値を算出する。このキャッシュフロー予想の際に、ESG要因による影響を反映させている（図1-4-2）。

換言すれば、キャッシュフロー予想にESG要因が組み込まれている。そのため、キャッシュフローの現在価値の総和として算出される企業価値および、そこから算出される理論株価にもESG要因が組み込まれていることを意味する。

2. ニッセイアセットのESG評価

(1) 長期投資におけるESG評価の親和性・位置付け

DCF法自体は一般的なものであるが、では、なぜキャッシュフローの予想にESG評価を組み込む必要があるのか。その理由は、ニッセイアセットが長期投資を行っていることに由来する。

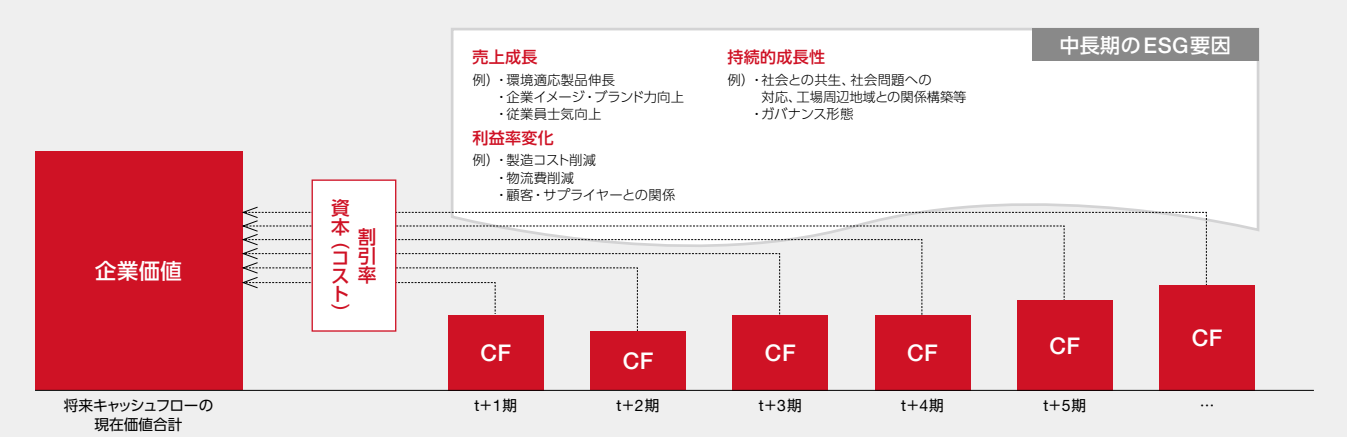
ニッセイアセットでは、企業価値評価を行う際に、最低でも5年先までの業績予想（5期予想）を行うことをルール化している。企業の5年先を予想することは必ずしも容易ではない。きわめて難易度の高い作業である。

しかし、あえてこれを行うのには理由がある。

第1の理由は、市場が十分に認識していない企業の本源的価値に迫ることができると考えるからである。企業価値に影響するESG要因を業績予想に反映させることによって、より確からしい企業価値・理論株価が得られる。これによって、より的確な投資判断につながると考える。

加えて、長期投資を行うことは、機関投資家として社会的責任を果たす観点からも重要である。昨今、企業と投資家とのエンゲージメントの要請が高まっているが、中長期目線で企業と対話することによって、中長期目線での経営を後押しする効果があると考えている。

図1-4-2　ESG要因の企業価値評価への反映イメージ



出所：ニッセイアセットマネジメント

(2) ニッセイアセットのESG評価の視点

繰り返しになるが、ニッセイアセットの「ESG評価」は、ESG要因の影響を中長期のキャッシュフロー予想に組み込むことが目的である。そのため、ニッセイアセットのESG評価の判断は、環境・社会・ガバナンスの各要素が、それぞれ中長期のキャッシュフロー予想に「ポジティブか」「中立か」「ネガティブか」が基本となる。

E評価を例に挙げると、「環境問題への取り組みが企業価値向上につながっているか」を重視する。例えば、環境規制や環境負荷低減ニーズに対応した製品・サービスを手がけ、それが中長期的な収益ドライバーになっている企業は高評価となる。一方、そうした製品・サービスを手がけていても、収益率が低い、あるいは今後のシェア拡大（他社製品との差別化など）が見込めないなど、収益貢献が期待できない場合は、高評価とはならない。

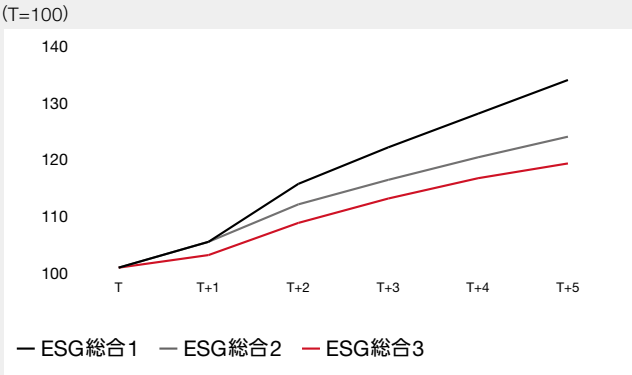
E・S・Gのそれぞれについて、合計13の視点（評価項目）から評価を行った後、最終的に企業ごとの「ESG総合レーティング」を原則3段階で付与する仕組みとしている。

図1-4-3は、ESG評価とアナリストによる売上高予想との関係を一例として示したものである。ESG評価が高い企業群（ここでは「ESG総合1」が最も高い評価）の売上高予想は、ESG要因によるポジティブな影響が反映されている結果、その他の企業群よりも高いペースで増加する予想になっていることがわかる。

昨今、企業の方から「ニッセイアセットのESG評価の項目を教えてほしい」とご質問をいただくことも少なくない。先に述べた13項目は、あくまで大枠の視点を定めたものであり、評価すべきポイントは、業種・企業によって異なる。そのため、ESG評価において形式的なチェック項目は一切設けていない。あくまでESG要因と企業価値との関係を個別に深く掘り下げていくことがリサーチの中核であり、アナリストの真価が問われる場面でもある。

このプロセスにおいては、統合報告書やIR資料など公開情報の精査に加えて、企業へのインタビューがきわめて重要となる。ニッセイアセットでは、2016年度、アナリストが企業との個別対話を1,672回行った（図1-4-4）。対話を通じて得られる生の情報は、質の高いESG評価に必要不可欠である。

図1-4-3　ESGレーティングと売上高予想の関係



※ T：2011年度（主に、2012年12月時点の予想）
出所：井口譲二「非財務情報（ESGファクター）が企業価値に及ぼす影響」（証券アナリストジャーナル、2013年8月号）

図1-4-4　企業との対話等件数（2016年度）

対話形態	件数
企業との個別対話	1,672
うち、経営陣との個別対話	706
うち、IR担当者との個別対話	966
説明会等	1,860
合計 *1	3,532

*1 電話取材等は含まない
出所：ニッセイアセットマネジメント「スチュワードシップ活動の振り返りと自己評価」（2017年8月30日公表）

3. おわりに

本稿では、ニッセイアセットにおける「ESGインテグレーション」の捉え方、その中核となるESG評価について概要を紹介した。

ニッセイアセットが、調査対象企業にESGレーティングの付与を始めたのは2008年に遡る。ESG評価の高い企業群の株価パフォーマンスは、評価を始めて以来、これまでのところ良好な結果が得られており、試行錯誤を重ねながら進めてきた「ESGインテグレーション」の方向性は間違っていなかったものと考えている。

とはいえ、企業のESGを取り巻くグローバルな環境は目まぐるしく変化している。ESG評価においても不断のアップデートが必要になる。ESG要因のマテリアリティ（企業価値への影響）の見極めや、キャッシュフロー予想に落とし込んでいくための分析力の一層の向上に向けて、取り組みを強化していきたいと考えている。

林 寿和

※ なお、ニッセイアセットの企業価値評価・ESG評価については、藤井智朗・笹本和彦『スチュワードシップ・コード時代の企業価値を高める経営戦略』（中央経済社2014）、に詳しく紹介している。

5. コラム：ESG指数の紹介

2017年7月、GPIFが、ESG指数に連動した日本株のパッシブ運用を1兆円規模で始めた。当初選定の3指数「MSCIジャパンESGセレクト・リーダーズ指数」「MSCI日本株女性活躍指数（WIN）」「FTSE Blossom Japan Index」について、JSIF法人会員のMSCI ESG Research、FTSE Russellより紹介コラムをご寄稿いただいた。

1. MSCI ジャパンESGセレクト・リーダーズ指数

MSCIジャパンESGセレクト・リーダーズ指数は、企業のE（環境）S（社会）G（ガバナンス）を包括的に評価し、優れた企業銘柄によって構成される指数である。本指数は、親指数（MSCIジャパンIMIトップ500指数:時価総額上位500銘柄）構成銘柄の中から、親指数における各GICS®業種分類の時価総額50%を目標に、ESG評価に優れた企業を選別して構築される。この選別手法により、ESG評価の高い企業を選ぶことで発生しがちな業種の偏りが抑制されている。当該指数構成銘柄の選定にあたってはMSCI ESG Researchが調査するESG 格付け結果であるMSCI ESG Ratings と同社の企業不祥事調査部門であるMSCI ESG Controversiesの結果を基準とする。

MSCI ESG Ratingsは、インダストリーのマテリアリティにフォーカスして、37の重要な課題（ESGキーイシュー）に関する膨大な数のデータを企業のコアビジネスとの関連性から分析し、企業に重大な影響を及ぼす可能性のある産業特有の課題を対象として企業を評価している。格付けはAAAからCCCまであり、インダストリー内の相対比較で決定される。

MSCI ESG Controversiesは、企業で発生する様々な不祥事について国際規範と整合的な枠組みで評価した調査であり、投資家のポートフォリオ銘柄について注意喚起するためのアラートやネガティブ・スクリーニングに使用する情報、エンゲージメント銘柄の選定基準等に幅広く利用されている。不祥事スコアはその深刻度（損失額・被害者数等）と構造的事象か一過性の事象か、現在進行形か終結したかによって決定され、それらの基準に応じて0～10のスコアが与えられる。

(1) 指数のコンセプトとESGスコア

(2) 指数の構築

MSCIジャパンESGセレクト・リーダーズ指数構成銘柄は以下の手順で業種時価総額の50%をカバーするまで選定される。

- ESG格付け上位銘柄で時価総額上位35%相当銘柄
- 時価総額上位50%の銘柄のうちAAAとAAの銘柄
- 時価総額上位65%の銘柄のうち既存採用銘柄
- 格付けが同じ銘柄の場合は既存銘柄を優先し、どちらも既存銘柄の場合は格付けのもとになるスコアが高い方を選定

採用基準は以下のとおり。指数は毎年5月の最終営業日後にリバランスされ、四半期ごとにレビューが行われる。

ESG格付け基準

- 既存構成銘柄については、ESG格付けがB以上であること。
- 非採用銘柄については、ESG格付けがBB以上であること。

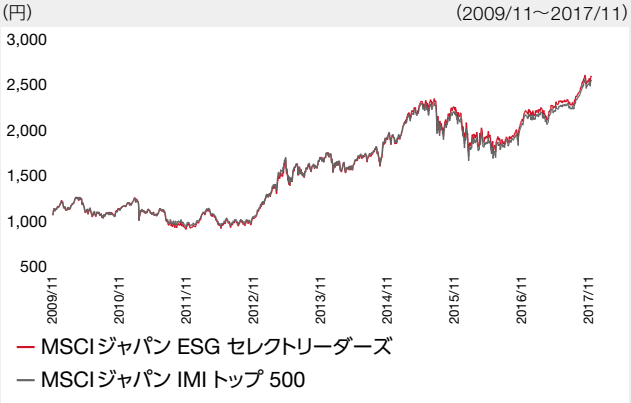
ESG不祥事スコア基準

- 既存構成銘柄については、不祥事スコアが1以上であること。
- 非採用銘柄については、不祥事スコアが3以上であること。

(3) パフォーマンス

2017年7月末時点において、252銘柄で構成されている。本指数の累積指数パフォーマンスは下図のとおり。

図1-5-1　MSCI ジャパンESGセレクトリーダーズ指数 累積インデックスパフォーマンス　グロスリターン



2. MSCI日本株女性活躍指数（WIN）

(1) 指数のコンセプトと性別多様性スコア

MSCI日本株女性活躍指数（WIN）は、親指数におけるGICS®業種分類の中から、性別多様性に優れた企業を対象にして構築される。職場において高いレベルで性別多様性を推進する企業は、将来的な労働人口減少による人材不足リスクに対してより良く適応できるため、長期的に持続的な収益を生み出すと考えられる。MSCIは、性別多様性を推進する企業へのエクスポージャーを模索する機関投資家をサポートするため、MSCI日本株女性活躍指数（WIN）を開発した。

MSCI日本株女性活躍指数（WIN）の性別多様性スコアはパフォーマンススコアと実践スコアによって構成される。パフォーマンススコアは、各社の職場における女性の労働参画に関するパフォーマンスを示すものとして、引き付ける（Attraction）、維持する（Retention）、昇進させる（Promotion）という3つの領域において合計で5つの指標を使い測定する。

Attraction:

- 新規採用者に占める女性比率
- 全従業員に占める女性比率

Retention:

- 男性の平均雇用年数と女性の平均雇用年数の差

Promotion:

- 上級管理職における女性比率
- 取締役会における女性比率

各パフォーマンス指標について、開示資料に基づいて百分位（0～100）ランクを作成する。生の比率データを百分位に変換して、点数の分布に応じて100の均等なグループに分類することが可能となる。0～10の点数を付ける際は、この百分位ランクを10のグループに分け、スコアとする。各社の全指標に関するスコアの単純平均を最終的な性別多様性パフォーマンススコアとする。さらに、もし1つの指標についてしか情報開示していない場合はその点数が20%割り引かれる。2つの指標が開示されている場合は15%割り引き、3つは10%、4つは5%、全5指標を開示していれば割り引きはない。

性別多様性プログラムの「実践」については2つの定性的な分析を行う。(1) 従業員の多様性に関するポリシーと経営の監督および(2)多様性を促進するプログラムである。それらは開示情報に基づいて0～10のスコアが付される。最終的な実践スコアはこの2つの平均である。

最終性別多様性スコアは、パフォーマンススコア（75%）と実践スコア（25%）の加重平均となる。これは、現在の企業のパフォーマンスに加えて、女性活躍に関するフォワードルッキングな（将来向けの）ポリシーやプログラムについても対象としたものといえる。

(2) 指数の構築

MSCI日本株女性活躍指数（WIN）はMSCIジャパンIMIトップ500指数を親指数として、性別多様性スコアの高い銘柄で構成される。 また、不祥事スコアで全体スコアが0、人権に関する不祥事スコアが2以下、労働者権利に関する不祥事スコアが4以下の銘柄は除外される。

性別多様性の業種リーダーの選定

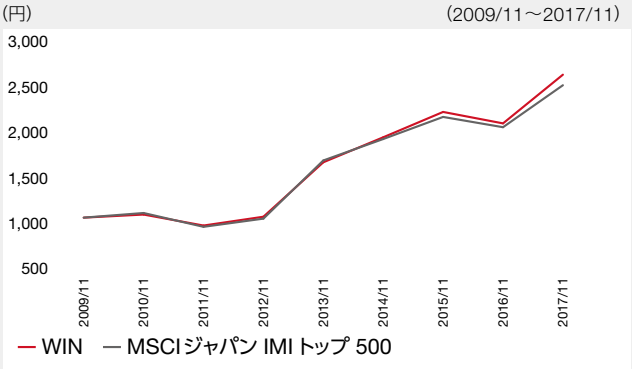
性別多様性スコアの分布は業種によってやや偏りがある。その偏りを修正するため、指数においてはGICS®業種から同スコア上位半数の企業を選ぶ。これらの企業はその業種におけるリーダーと呼ばれる。各セクターからリーディング企業を選定することで、MSCI日本株女性活躍指数（WIN）は全セクターから銘柄が選ばれる。それは大規模機関投資家にとっては重要な点である。

構成銘柄は指数化に際して業種相対クォリティ・スコアを加味した総合スコアで調整されて加重される。

(3) パフォーマンス

2017年7月末時点において、212銘柄で構成されている。本指数の累積指数パフォーマンスは下図のとおり。

図1-5-2　MSCI日本株女性活躍指数（WIN）累積インデックスパフォーマンス　グロスリターン



鷹羽 美奈子

3. FTSE Blossom Japan Index

FTSE Blossom Japan Indexは英国ロンドン証券取引所グループ(LSEG)に所属するFTSE Russellが開発したE(環境)、S(社会)、G(ガバナンス)への対応力が優れた日本国内に上場している企業で構成される株価指数である。

(1) 銘柄選定方法

FTSE Japan Indexの構成銘柄を対象に、FTSE Russell独自のESG評価(ESGレーティング)により一定の評価に達した企業を選定している。その評価基準は国際的な標準に合わせており、絶対評価で行っているため、日本企業の取り組みと評価が高まれば、理論的にはFTSE Japan Indexのすべての銘柄が入ることができる。2017年11月時点では502銘柄を選定対象として、150銘柄が選定され、その際の新規組み入れ基準は3.1以上となっている。

図1-5-3　FTSE Blossom Indexの構築プロセス

* 2017年11月時点

(2) ESG評価方法

ESG評価では、活動する業種、地域など、企業の特性に合わせ、重点項目が洗い出される。具体的には、14のESG分野(テーマ)とその裏にある約300の個別指標のうち何が各社にとって重要であるかを基準に基づいて判明するエクスポージャー、それに対してどのように対応しているかをスコアで算出している。各テーマのエクスポージャー(0～3で3が最も重要)、スコア(0～5で5が最高評価)を算出した後、それらを用いて算出された総合レーティング(0～5で5が最高評価)がインデックスの組み入れ条件に利用されている。個別評価項目やテーマがSDGsやTCFDなど既存の国際枠組みと照準を合わせている点、複業種、多国籍など企業の総合的な活動を考慮したマテリアリティなどが特徴となる。

TCFD Recommendationに沿ったESG評価軸の更新例

TCFDの主要素		気候変動テーマでの反映例
ガバナンス	◀	取締役会による気候変動への監督 気候変動の影響に関する方針
戦略	◀	気候シナリオ計画 気候変動リスクと機会が財務計画に与える影響
リスク管理	◀	気候関連リスクの全社的リスク管理プロセスへの統合
指標及び目標	◀	短期・中期の目標 気候変動に関するコスト／研究開発の財務数値化 GHG排出量および原単位の開示

(3) 親指数に対して業種比率がニュートラル

絶対的なESG評価で企業を選定しているため、各業界全体のESGへの取り組み状況によって多少構成銘柄に偏りが出る可能性がある。その偏りが生じないように、銘柄を選定した後に各業種がインデックス内に占める比率が親インデックス(FTSE Japan)と同等になるように調整している。これにより、親インデックスにおける業種およびインデックス・パフォーマンスの特徴を維持しつつ、さらに長期でのESGパフォーマンスの高い企業へのエクスポージャーを上げる効果が得られている。

岸上 有沙

図1-5-4　ESG：事業活動における潜在的ESGリスクへの対応を評価

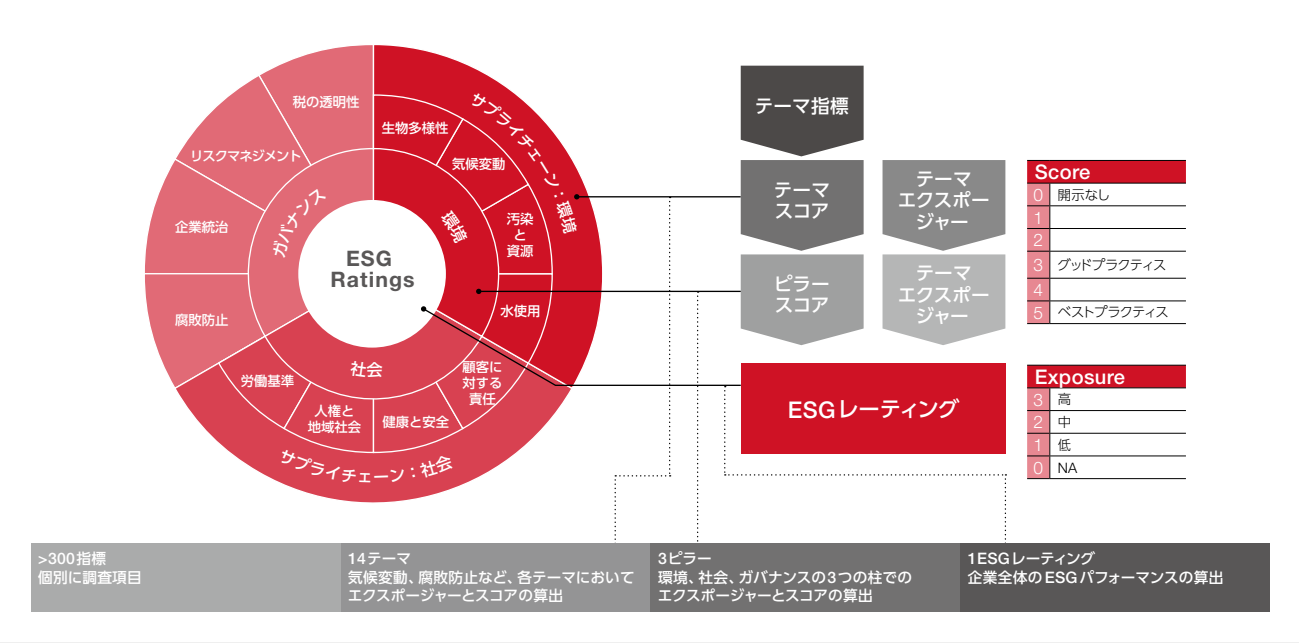


表1-5-5

パフォーマンスおよびボラティリティ — トータルリターン

Index (JPY)	Return %						Return pa %*1		Volatility %*2		
	3M	6M	YTD	12M	3YR	5YR	3YR	5YR	1YR	3YR	5YR
FTSE Blossom Japan	12.4	15.4	19.7	24.8	35.6	—	10.7	—	11.3	20.3	—
FTSE Japan	12.0	15.0	19.3	23.4	32.3	150.3	9.8	20.1	10.7	20.1	16.6

*1 Compound annual returns measured over 3 and 5 years respectively
*2 Volatility – 1YR based on 12 months daily data. 3YR based on weekly data (Wednesday to Wednesday). 5YR based on monthly data

業種 (ICB セクター) 別構成比

ICB Code	ICB Industry	FTSE Blossom Japan		FTSE Japan		Diff %
		No. of Cons	Wgt %	No. of Cons	Wgt %	
0001	Oil & Gas	3	0.97	6	0.98	0.00
1000	Basic Materials	12	6.89	42	6.69	0.20
2000	Industrials	34	23.16	116	23.06	0.10
3000	Consumer Goods	33	24.85	98	24.66	0.19
4000	Health Care	11	6.72	35	6.65	0.07
5000	Consumer Services	11	10.14	77	10.42	–0.27
6000	Telecommunications	4	5.04	5	5.03	0.01
7000	Utilities	2	1.77	13	1.76	0.00
8000	Financials	21	15.00	76	15.23	–0.23
9000	Technology	19	5.47	34	5.53	–0.06
Totals		150	100.00	502	100.00	

出所：FTSE Blossom Japan Index Factsheet Nov. 2017

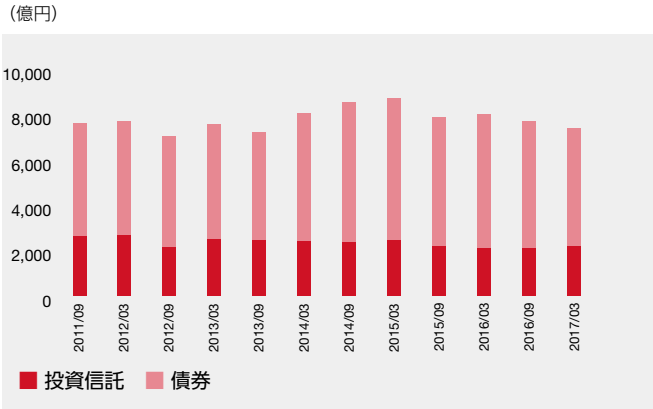
2 個人投資家の動向

1. 投資信託・債券の総額の推移

本節では個人投資家向けの金融商品におけるサステナブル投資の動向について2017年3月末までの動向を報告する。

2017年3月末のサステナブル投資残高は7,358億円（投資信託2,187億円、債券5,171億円）と、2015年9月末の残高7,836億円（投資信託2,159億円、債券5,677億円）と比べるとほぼ横ばい。ここ数年は投資信託が2,000～2,500億円の規模で推移し、債券の発行・償還によって総額が上下する形となっている（図2-1-1）。

図2-1-1　投資信託と債券の総額の推移



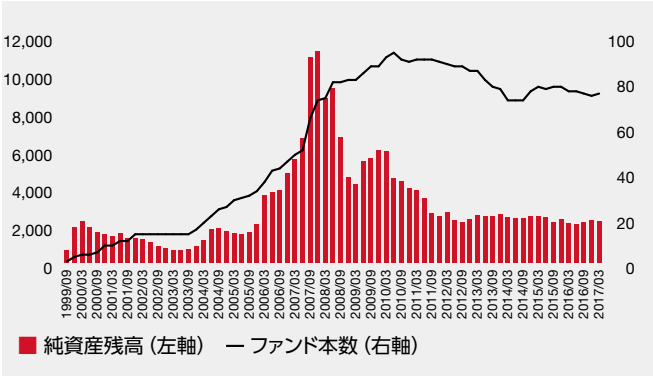
2. 投資信託

(1) 純資産残高の推移

1999年8月に日興アセットマネジメント株式会社の「日興エコファンド」が設定されてから約18年が経過した。2007年には純資産残高が1兆円を超えるまでに拡大したが、2011年9月末以降は2,000億円台の水準で横ばいとなっている。その一方で公募投信の純資産残高が2011年9月末の57兆8,882億円から2017年3月末の98兆7,742億円へと大きく拡大している[*1]。

今回の白書の他の章では、様々な形でサステナブル投資の取り組みの広がりが報告されているが、個人投資家向けの投資信託については残念ながら縮小傾向にあると指摘せざるを得ない。

図2-2-1　投資信託の純資産残高とファンド本数推移

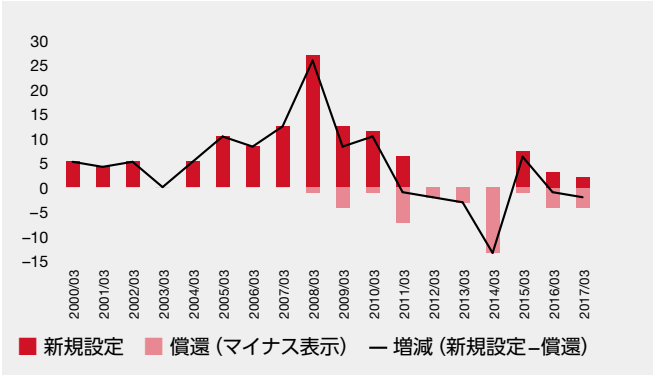


(2) 新規設定・償還の動向

投資信託の本数は2010年6月末時点の94本をピークに減少し、2017年3月末時点では76本となっている。推移の詳細を見るため、図2-2-2に毎年3月末までの1年間の新規設定・償還の本数の推移を棒グラフで示した。2011年頃からは償還が設定を上回る状況が続いている。

後述する債券の発行が2010年頃から急増しており、サステナブル投資に関心を持つ個人投資家が投資信託から債券に乗り換えたことも考えられる。

図2-2-2　投資信託の新規設定・償還本数の推移



(3) 今後の展望

全体の動向としては明るい材料はないが、個別の投資信託を見ていくと、今後この分野が広がるためのヒントが隠されている。

2017年3月末の時点で純資産残高が最も大きい投資信託は、鎌倉投信が株式会社運用する「結い2101」の263億円。同ファンドは2010年3月の設定以来、着実に純資産残高を増やし続け、JSIFによる四半期ごとの調査では、2016年3月末にSRI投信の先駆け的な存在である「損保ジャパン・グリーン・オープン」*2を抜いてトップとなった（図2-2-3）。

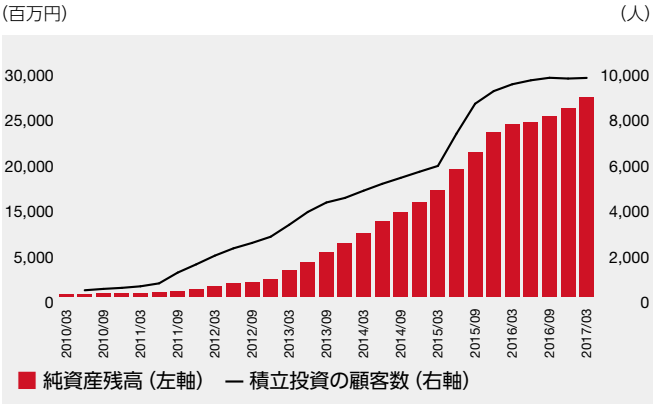
図2-2-3　2017年3月末時点の純資産残高トップ3

（百万円）

ファンド名称（運用会社）	純資産残高
1　結い2101（鎌倉投信）	26,328
2　損保ジャパン・グリーン・オープン（損保ジャパン日本興亜アセットマネジメント）	22,891
3　日興エコファンド（日興アセットマネジメント）	10,305

鎌倉投信株式会社は個人投資家、投資先企業、運用者が結ばれる場として年に一度の「受益者総会」を開催するなど、個人投資家との投資哲学の共有に努めていることに特徴がある。こうした活動が「投資を通じた社会貢献」という意思を持った個人投資家の支持を集めたものと考えられる。着実な支持の広がりは積立投資の顧客数の増加（図2-2-4）や「投信ブロガーが選ぶ！ファンドオブザイヤー」の結果*3からうかがいしれる。

図2-2-4　鎌倉投信株式会社「結い2101」の推移



出所：積立投資の顧客数は鎌倉投信の「結いだより」より集計

2014年に「日本版スチュワードシップ・コード」が導入され、運用会社と企業とのエンゲージメントに注目が集まっている。鎌倉投信の事例は、運用会社が個人投資家とのエンゲージメントにも目を向けることも重要であることを示しているのではないだろうか。

また2014年から年一度、金融庁から発表されている「金融レポート」*4では、販売会社が顧客に対し投資信託の回転売買を促し、手数料を稼ぐビジネスモデルが、再三にわたり非難の対象となっている。新規設定時のみに販売キャンペーンが張られ、約2年で新たな投資信託への買い換えが推奨される環境下では、中長期を見すえた運用を目指す投資信託は生き残りが難しかった。そもそも長期投資が基本のサステナブル投資とは相容れない環境であったともいえる。

しかし今後は投資先企業に事業の社会性を問う立場からも、運用会社は1本の投資信託を長い目で育てる方向へ進むのではないだろうか。そして投資信託が着実に純資産残高を増やしていくためのポイントの一つが、個人投資家の共感であるならば、サステナブル投資との親和性が高いといえるのではないだろうか。

本節の図表について出所を明記していないものは、株式会社QUICKの協力を得て、JSIFで四半期ごとに公開しているデータをもとに作成したものである。

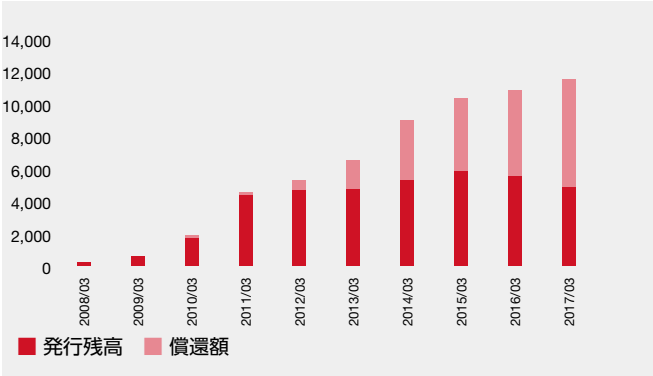
*1 投資信託協会ウェブサイトより
https://www.toushin.or.jp/statistics/statistics/data/
*2 1999年9月に設定された損保ジャパン日本興亜アセットマネジメントの投資信託
*3 個人投資家が主体となって優秀ファンドを選ぶ「投信ブロガーが選ぶ！ファンドオブザイヤー」で、「結い2101」は7年連続（2009～15年）ベストテン入り。
http://www.fundoftheyear.jp/
*4 2014、2015年は「金融モニタリングレポート」、2016年からは「金融レポート」に名称が変更されている。
http://www.fsa.go.jp/policy/summry.html

3. 債券

(1) 発行残高の推移

2008年3月に社会貢献型債券の第1号である予防接種のための国際金融ファシリティ*5による「ワクチン債」が、個人投資家に販売されてから10年が経過した。2017年3月末の時点で累計販売額は1兆2,302億円、償還考慮後の発行残高は5,171億円となっている（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）。この10年間の発行残高の推移を振り返ると、2010年に約3,000億円増加し、それ以後は償還を補う形で新規発行が続き、5,000～6,000億円での推移となっている。

図2-3-1　債券発行残高の推移



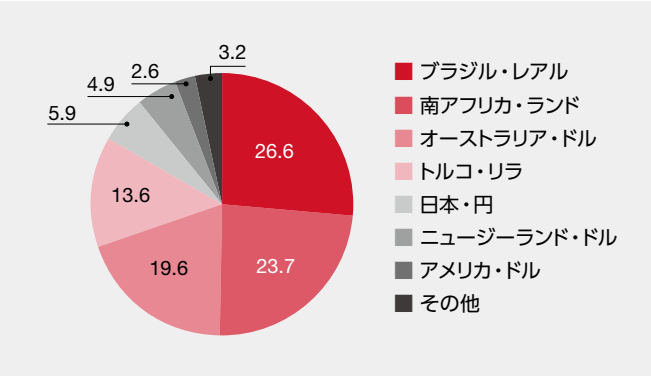
(2) 今後の展望

前述の投資信託は2008年9月のリーマン・ショックあたりから規模が縮小し、低迷を抜け出せない状態だが、債券は反比例するかのように発行残高を増やしている。

投資信託よりも債券が広く受け入れられた背景には、①債券は発行体が調達した資金の使途が明らかにされている点に特徴があり、投資信託よりも社会への寄与が感じられやすいこと、②満期一括償却・固定金利という定期預金に近い商品性が日本人にはなじみやすかったこと、の2点が挙げられる。

ただこの商品の惜しいところは、当初より高金利の新興国通貨建ての債券発行に偏っていることである。ブラジル・レアル、南アフリカ・ランド、オーストラリア・ドル、トルコ・リラ、ニュージーランド・ドルの5通貨が88.4%を占めており（図2-3-2）、前回2015年度版の白書から3%上昇している*6。また円建てでの起債事例は2014年12月のJICA債以降、存在しない。

図2-3-2　通貨別販売額比率（2017年3月末）



為替変動が大きくなりがちな高金利通貨での運用は、富裕層であればまだしも、若手社会人の着実な資産形成には不向きといわざるをえない。その一方で、2000年以降に社会に出た層は社会貢献に感度が高いといわれており、この層に訴求できる商品設計になっていないのが残念だ。また現在の税制では、iDeCo（個人型確定拠出年金）やNISA（少額投資非課税制度）を利用した投資信託の積立投資が資産形成の入口として適している。このことから為替リスクを軽減し、社会貢献型の債券を組み入れた投資信託の登場が望まれる*7。

本節の図表は、大和証券株式会社債券営業部の協力を得て、JSIFで四半期ごとに公開しているデータをもとに作成したものである。

吉田 喜貴

*5 The International Finance Facility for Immunisation
*6 2015年9月末時点では85.5%
*7 2017年3月末現在、社会貢献型の債券に投資する投資信託は、運用資産の約3割をグリーンボンドに投資する「グリーン世銀債ファンド」（日興アセットマネジメント／2010年6月）の1本のみ。

4. その他の社会的インパクト投資

個人投資家によるサステナブル投資の中でも、投資信託や債券の形を必ずしも取らない、より積極的な課題解決を意図する「社会的インパクト投資」の動向を報告する。

(1) クラウドファンディング

個人による投資の新しい手法として、インターネットを介して比較的少額から投資可能なクラウドファンディングの急成長が続いている。クラウドファンディングでは、投資家による共感を得られるかどうかが成否の鍵を握っているといわれ、社会的

インパクト投資との親和性が高いと考えられる。

2016年度の国内クラウドファンディングの規模は新規プロジェクト支援額ベースで、前年度比96.6%増の約745億円と試算されている[*8]。全体の9割を占める貸付型はもとより、2015年に解禁され、2017年に初の事案が現れた株式型による市場牽引が期待されている。

表2-4-1　類型別クラウドファンディングの規模（2016年度）

類型		新規プロジェクト支援額（億円）
投資型	貸付型	672
	ファンド型	3
	株式型	0.4
購入型		62
寄付型		5

市場の大半を占める貸付型は、現時点では短期間で高利回りを求める個人投資家向けの性格が強い。貸付型では、借り手保護の観点から借り手の企業名や詳細が投資家に開示されていない一方で、投資先の顔が見えるファンド型や株式型においては、2015年度に引き続き社会貢献性が高いプロジェクト等が多数起案されている。

最近の動向としては、地方創生への関心の高まりを受けて、クラウドファンディング運営会社と地域金融機関や地方自治体との連携が拡大している。ファンド型のクラウドファンディング・プラットフォームを運営するミュージックセキュリティーズ株式会社は、地域金融機関約60社と連携して、資金ニーズのある事業者の紹介を受けているが、2017年には株式会社イオン銀行の顧客がインターネットバンキングのサイト上でファンドを購入できるようにするなど、決済や販売面での提携強化も進めている。地域金融機関が生き残りをかけて、地域の活性化に貢献する金融業のあり方を見直す中、こうした取り組みは拡大していくものと考えられる。

さらに、資金を調達するプロジェクト等の大型化も見られた。不動産に特化したファンド型運営企業の株式会社クラウドリアルティは、2017年に、「渋谷区上原シェア保育園」の土地の取得・売却を目的とした事業において、募集総額1億7,400万円を集めた。

また、今後は、運営企業が社会的インパクト評価を導入することで、より課題解決に資する資金の流れを質的・量的に強化できると考えられる。前述したミュージックセキュリティーズ株式会社は、ファンドの審査における評価軸の一つとしてSDGsを取り入れると発表した。

(2) NPOバンク等

市民が投資を通じて地域の課題解決に貢献する事業を支える取り組みとして、NPOバンクや市民エネルギーファンド等が挙げられる。これらは新しい動きではないが、やはり地方創生に対する関心の高まりを背景に、市民が主体となって地域の課題解決を推進する新しい金融商品や仕組み作りに再び注目が集まっている。

NPOバンクは、市民が自発的に出資した資金により、地域社会や福祉、環境保全のための活動を行うNPOや個人などに融資する非営利バンクである。2017年3月末現在、15組織の融資累計は36億円（前年度比105.3%）、市民による出資額は約6億円（前年度比104.4%）で、緩やかな増加を遂げている[*9]。

また、市民エネルギーファンドは、匿名組合出資の形態で、クリーンエネルギーの発電所の設置・運営に市民が資金を提供する市民主体のファンドで、東日本大震災後の原発事故被害や、2012年7月から始まった再生可能エネルギーの固定価格買取制度（FIT）を受けて、広がっている。現在、全国ご当地エネルギー協会の会員数は約50団体に及ぶ。

このような市民が主体となった取り組みにおいても、地域金融機関との連携強化の動きが見られる。例えば、持続可能な地域社会の形成に寄与するファンドの組成や販売等を行うプラスソーシャルインベストメント株式会社は、2017年12月に京都信用金庫や愛媛銀行と業務提携を結び、インターネットや同信金・銀行の窓口を通じて、個人投資家から太陽光発電・空き家活用・福祉等、地域課題解決型事業の資金を募る仕組みの創設を進めている。

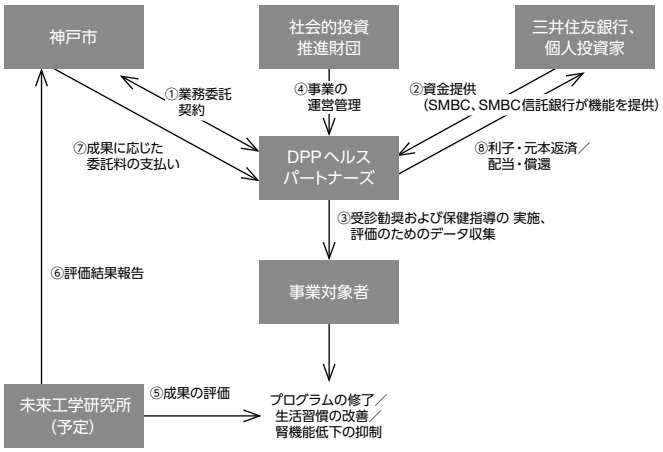
(3) ソーシャル・インパクト・ボンド（SIB）

個人投資家による社会的インパクト投資の新しい動きとして、2017年に日本で初めて本格的に導入されたソーシャル・インパクト・ボンド（SIB）案件への参画が挙げられる。SIBとは、民間資金で社会的事業を実施し、成果が出れば、後から行政が投資家に資金を償還する官民連携の社会的インパクト投資のスキームである。

2017年7月、神戸市が、株式会社DPPヘルスパートナーズが実施する糖尿病性腎症等重症化予防事業への支払いスキームとしてSIBを導入し、株式会社三井住友銀行、同銀行の富裕層顧客、一般社団法人社会的投資推進財団（SIIF）が事業費相当分の約2,600万円を投資した。事業の成果に応じて、神戸市から投資家に最大で786万円が追加で支払われる。その際、財団が、比較的高リスクなセグメントに集中的に資金を投じることで、個人投資家が比較的リスクが低く財務的リターンもある程度期待できるセグメントに投資できる環境を整え、その参画を促した。

神戸市以外に、八王子市大腸がん検診受診率・精密検査受診率向上事業、東近江市コミュニティビジネススタートアップ支援事業にもSIBのスキームが活用され、それぞれにおいて、個人の適格機関投資家や地域住民等が投資した。

図2-4-2　神戸市SIB事業の実施体制 *10



このほか、経済産業省や厚生労働省がSIB案件組成推進事業を実施しており、複数の自治体がSIB導入を検討している。政府の成長戦略「未来投資戦略2017」や「まち・ひと・しごと創生基本方針」等においても、SIBの活用が言及されており、官民を挙げた動きになることが期待されている。

しかし、現状は基礎自治体レベルでの試行的な取り組みにとどまり、案件の規模も小さい。今後、富裕層や金融機関にとってより魅力的なスキームとするためには、中央省庁主導で広域でのSIBを推進することが期待される。また、SIBの実施には事業構築、社会的インパクト評価、資金調達等、一連の案件組成を行う中間支援組織の存在が重要であるが、その担い手が不足している。今後、中間支援組織向けの技術支援や財政支援を官民連携で行う枠組みが求められる。

（4）今後の展望

このように、個人投資家による社会的課題解決資金の提供が拡大していることは評価できる。今後、一般個人向けには運用機関による社会的インパクト特化型の金融商品等の開発や地域金融機関との連携、富裕層向けにはプライベートバンキングによるニーズの掘り起こしと投資案件へのマッチングが広がることが望まれる。こうした具体的な投資機会や投資商品の広がりによる個人投資家への理解浸透と同時に、社会的投資減税等の税制優遇を通じた促進が必要であろう。また、社会的インパクト評価を導入し、投資先が創出する社会的価値を可視化することで、課題解決に資する資金の流れを質的・量的に強化できると考えられる。

【参考文献】GSG国内諮問委員会「日本における社会的インパクト投資の現状2017」（2018年2月発行予定）

菅野 文美

*8　矢野経済研究所（2017）「2017年版国内クラウドファンディングの市場動向」2017年9月7日プレスリリース
*9　全国NPO連絡会「全国のNPOバンクの現況（2017年3月31日現在）」
*10　社会的投資推進財団プレスリリース参考資料（2017年7月20日）
http://www.siif.or.jp/wp-content/uploads/2017/07/sib_kobe_170720.pdf

3 エンゲージメントとスチュワードシップ

1. コーポレートガバナンス改革の進展

(1) 日本再興戦略から未来投資戦略へ

2013年6月にアベノミクス三本の矢の3番目の矢である成長戦略として、「日本再興戦略–JAPAN is BACK–」第1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。その一環としていわゆるコーポレートガバナンス改革が行われた。機関投資家向けのスチュワードシップ・コードと上場企業向けのコーポレートガバナンス・コードの2つのコードが策定、施行され、社外取締役の導入が進むなど、それまで長く足踏み状態といわれてきた日本のコーポレートガバナンスは大きく進展し、国内のみならず海外においてもこの変化が広く認識される状況となっている。

2016年9月には産業競争力会議を改組・発展させた「未来投資会議」が新設され、2017年6月には日本再興戦略ではなく「未来投資戦略2017～Society 5.0に向けて」が公表された。コーポレートガバナンスについては「形式」から「実質」へと題して、政策保有株式の縮減、相談役・顧問制度の情報開示、経産省が策定した「価値協創ガイダンス」に基づいたESGなどを含むエンゲージメント等が取り上げられている*1。

*1 詳細は首相官邸ウェブサイト「未来投資戦略2017」の120～133ページを参照
https://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/pdf/miraitousi2017_sisaku_t.pdf

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

	政府・取引所	アセットオーナー	投資家、海外制度
2013年	6月 日本再興戦略 -JAPAN is BACK-		
2014年	1月 JPX日経400 2月 日本版スチュワードシップ・コード 8月 伊藤レポート	3月 GPIF 運用機関の大幅見直し「スマートベータ・インデックス」「特徴あるアクティブ運用機関の選定」	7月 海外20投資家が社外取締役1/3を求める共同レター発送
2015年	3月 コーポレートガバナンス・コード 5月 会社法改正 CG報告書開示スタート	9月 GPIF 責任投資原則（PRI）に署名	
2016年	6月 日本再興戦略2016	11月 GPIF 水野CIO PRI理事就任	
2017年	5月 日本版スチュワードシップ・コード改定 5月 価値協創ガイダンス （経産省 非財務情報開示・対話指針） 6月 未来投資戦略2017	6月 GPIF ESGインデックス投資開始	国内運用機関 議決権行使結果個別開示 10月 機関投資家協働対話フォーラム設立 （集団的エンゲージメント）
2018年	SSコード及びCGコードのフォローアップ会議（継続中） 1月 相談役・顧問のCG報告書開示		1月 MiFIDⅡスタート

出所：首相官邸ウェブサイトhttps://www.kantei.go.jp/jp/headline/seicho_senryaku2013.html、各種報道等より日本シェアホルダーサービス（以下JSS）作成

(2) スチュワードシップ・コードの改訂と今後の方向性

2014年の施行から3年を経て、2017年5月に「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）」が改訂された（図3-1-2参照）。今回の改訂で特に注目されたのは、議決権行使結果の個別開示が推奨されたことである。これを受け、信託銀行や投資顧問会社、あるいは生命保険会社といった運用機関の多くが自社ホームページで議決権行使結果について投資先企業ごと議案ごとの賛否の公表を始めている*2。

また、インデックス投資等のいわゆるパッシブ運用で株式を保有する企業に対してエンゲージメント等の積極的な活動を行うことも推奨された。これを受けて、2017年10月に企業年金連合会や複数の信託銀行、投資顧問会社がパッシブ投資先に対して、協働エンゲージメントを行う一般社団法人機関投資家協働対話フォーラム*3を創設・参画している（図3-1-3参照）。

さらに今回の改訂ではアセットオーナー（資金保有者・拠出者としての機関投資家）に対しても、その役割を明確化し、運用委託先である運用機関がエンゲージメントを含むスチュワードシップ活動を行うことを促し、モニターすることが推奨されている。

これを受け、世界最大級のアセットオーナーであるGPIFは2017年8月1日付でスチュワードシップ責任を果たすための方針を改訂している。GPIFは2017年9月末時点で約157兆円と世界最大級の運用資産を擁し、大きな存在感を示しているが、内外株式の運用や議決権行使は法律により外部の運用機関にすべて委託している。2015年に責任投資原則（PRI）に署名し、ESG指数も導入したことから、GPIFをはじめとするアセットオーナーサイドから運用機関に対してコーポレートガバナンス分野に加えて環境、社会分野のエンゲージメントを促す動きは強まるものと思われる。

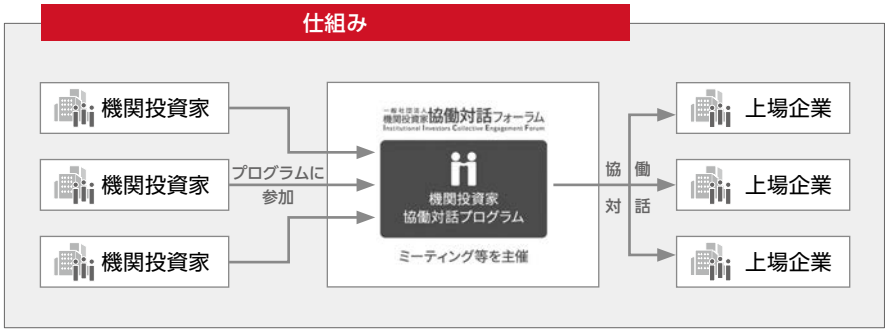
*2 金融庁の調査によれば2017年12月時点でスチュワードシップ・コード改定に伴い方針を更新した178機関のうち、88機関がすでに結果を公表または公表予定である。
*3 同フォーラムは2018年1月に「ビジネスモデルの持続性に関する重要な課題（マテリアリティ）の特定化と開示」を要請する書簡を発送したと公表した。先進的に取り組みを行っている大企業が対象とのことであるが、具体的な社名は公表されていない。

図3-1-2　スチュワードシップ・コード主要改訂点

主な改定項目	内容
アセットオーナーによる運用機関のモニタリング	アセットオーナーは運用機関のスチュワードシップ活動が自らの方針と整合的なものになっているか、実効的にモニタリングを行うべき。モニタリングに際して、運用機関と投資先企業との間の対話の「質」に重点を置くべきであり、形式的な確認に終始すべきではない。
運用機関における利益相反の管理	運用機関は利益相反管理に向けた具体的な方針を策定し、管理すべきである。
パッシブ運用による積極的なスチュワードシップ活動	パッシブ運用は、投資先企業の株式を売却する選択肢が限られ、中長期的な企業価値の向上を促す必要性が高いことから、より積極的に中長期視点に立った対話や議決権行使に取り組むべきである。
協働エンゲージメント	機関投資家が投資先企業との間で対話を行うにあたっては、単独で対話を行うほか、必要に応じ、他の機関投資家と協働して対話を行うこと（協働エンゲージメント）が有効な場合もありうる。
議決権行使結果開示	機関投資家は少なくとも議案の主な種類ごとに整理・集計して公表すべきである。 可視性をさらに高めるために、個別の投資先企業および議案ごとに公表すべきである。それぞれの置かれた状況により、公表することが適切でないと考えられる場合には、その理由を説明すべきである。わが国において金融グループ系列の運用機関が多く見られるところ、こうした運用機関において、議決権行使をめぐる利益相反への適切な対応がなされていない事例が多いのではないかとの懸念を払拭するためにも、個別の議決権行使結果を公表することが重要である。
議決権行使助言会社	議決権行使助言会社は企業の状況の的確な把握のために十分な経営資源を投入し、また本コードの各原則（指針を含む）が自らに当てはまることに留意して、適切にサービスを提供すべきである。
機関投資家の実力	機関投資家の経営陣はスチュワードシップ責任を実効的に果たすための適切な能力・経験を備えているべきであり、系列のグループ内部の論理などに基づいて構成されるべきではない。また、機関投資家の経営陣は、自らが対話の充実等のスチュワードシップ活動の実行とそのための組織構築・人材育成に関して重要な役割・責務を担っていることを認識し、これらに関する課題に対する取り組みを推進すべきである。

出所：金融庁ウェブサイト http://www.fsa.go.jp/news/29/singi/20170529.html、各種報道等よりJSS作成

図3-1-3　機関投資家協働対話フォーラムの仕組みと参加機関



参加運用機関（2017年10月時点）

・企業年金連合会*　・三井住友アセットマネジメント　・三井住友信託銀行　・三菱UFJ信託銀行　・りそな銀行

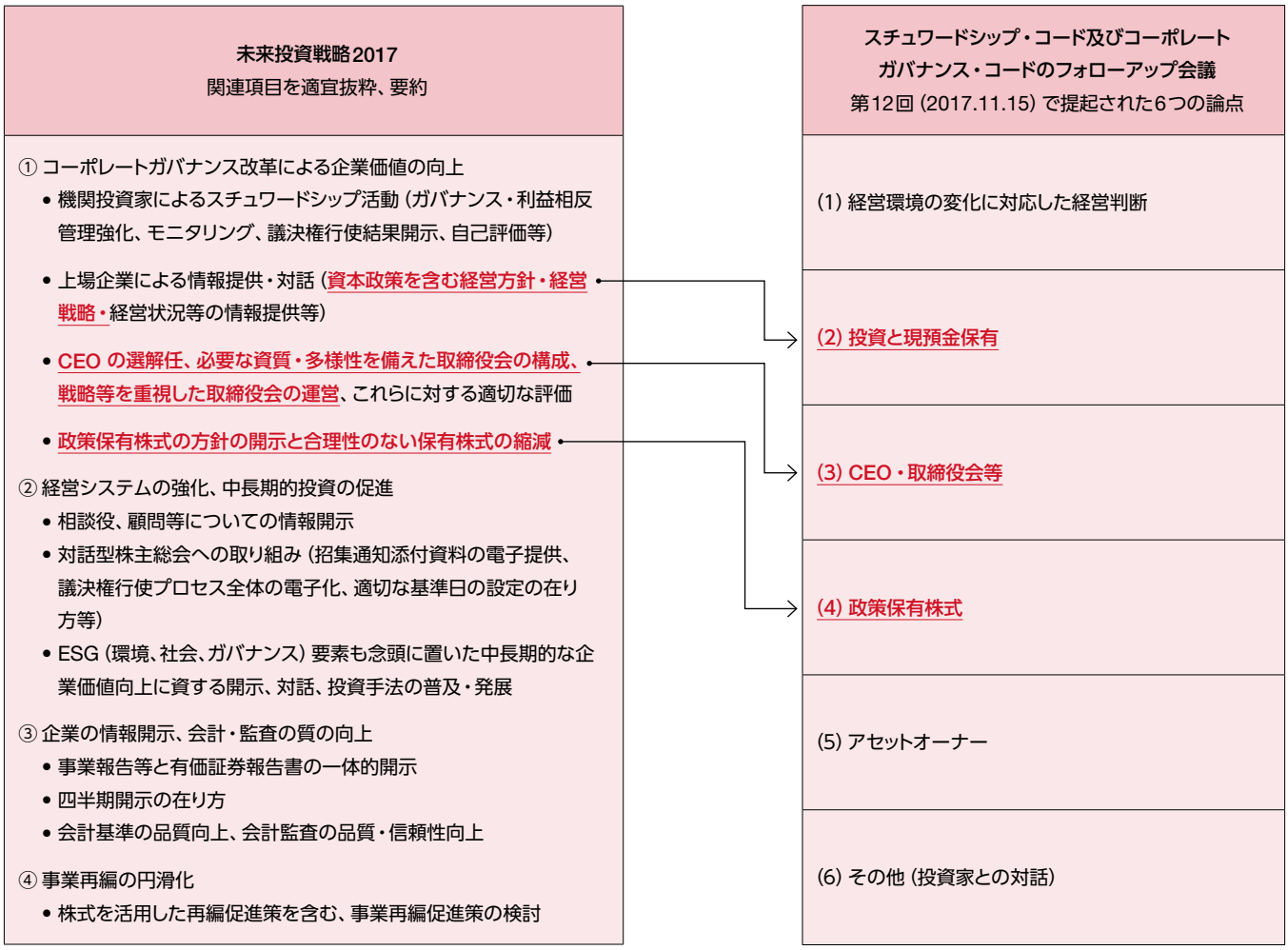
* 企業年金連合会はアセットオーナーとしてではなく、運用機関（インハウス運用）として参加

出所：一般社団法人機関投資家協働対話フォーラムウェブサイトhttp://www.iicef.jp/よりJSS作成

2018年にはスチュワードシップ・コードに続いてコーポレートガバナンス・コードについても見直しが予定されている。今後の方向性については、未来投資戦略2017を受けて開催されているスチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議で、6つの論点が挙げられ、2017年12月8日の閣議決定にも盛り込まれた。

特に内部留保や現預金の保有をはじめとする資本政策、CEOの選解任（継承含む）や取締役会構成、政策保有株式（持ち合い株式を含む）については重点的に取り上げられる可能性があると見ている。

図3-1-4　未来投資戦略2017とコーポレートガバナンス改革の方向性



出所：首相官邸ウェブサイトhttps://www.kantei.go.jp/jp/headline/seicho_senryaku2013.html、
金融庁資料http://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/siryou/20171115/02.pdfよりJSS作成

2. 日本におけるESG関連株主提案動向

会社法303条2項、305条1項の規定により株主は総議決権の1%以上の議決権または300個以上の議決権を6カ月以上前から保有していれば、株主提案を提出することができる。必ずしも1名である必要はなく、複数の株主が集まって上記の条件を満たすことで提案を行うことも可能である。ただし、株主総会決議事項は会社法で定められている点には注意を要する。例えば原発の廃止については会社法に定められている決議事項ではないため、事業目的の変更という建付けで「定款変更」議案の形をとることになる。定款変更議案は、可決にあたって事前提出を含む出席議決権数の3分の2以上の賛成が必須の特別決議議案である。配当の金額等に係る剰余金処分議案や取締役・監査役の選任議案は過半数の賛成で可決する普通決議議案である。特別決議の必要な議案が可決されることはまずないが、ここ数年普通決議として提出された株主提案が可決されることはゼロではなくなっている。

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

2016年7月から2017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図3-2-1のとおりである。うち2社で株主提案が可決している。

図3-2-1　2016年7月以降の株主提案一覧

会社名	証券コード	市場	総会年月	提案内容（議案数）
メガネスーパー	3318	ジャスダック	2016・7	取締役1名解任、取締役1名選任、取締役1名選任（合計3件）
岡山製紙	3892	ジャスダック	2016・8	定款一部変更（1）～（17）、自己株式取得、剰余金処分、取締役1名選任（合計20件）
ツノダ	7308	名証2部	2016・9	定款一部変更、取締役1名解任、監査役1名解任、監査役1名解任、監査役1名解任（合計5件）
プラップジャパン	2449	ジャスダック	2016・11	取締役1名選任（合計1件）
まんだらけ	2652	東証2部	2016・12	剰余金処分、自己株式取得（合計2件）
フィンテックグローバル	8789	東証マザーズ	2016・12	定款一部変更、株主優待新設（合計2件）
ユーシン	6985	東証1部	2017・2	定款一部変更（合計1件）
マルカキカイ	7594	東証1部	2017・2	剰余金処分、自己株式取得（合計2件）
アサヒグループホールディングス	2502	東証1部	2017・3	定款一部変更（合計1件）
片倉工業	3001	東証1部	2017・3	定款一部変更（1）～（3）（合計3件）
岡山製紙	3892	ジャスダック	2017・3臨時	取締役1名解任、自己株式取得、定款一部変更（合計3件）
ワキタ	8125	東証1部	2017・5	剰余金処分（合計1件）
新日本空調	1952	東証1部	2017・6	定款一部変更、剰余金処分（合計2件）
UTグループ	2146	ジャスダック	2017・6	定款一部変更（1）～（18）、取締役1名解任、会社提案の取締役候補者の変更（合計20件）
JPホールディングス	2749	東証1部	2017・6	定款一部変更、監査役1名選任（合計2件）
TAC	4319	東証1部	2017・6	定款一部変更（1）～（21）（合計21件）
武田薬品工業	4502	東証1部	2017・6	定款一部変更、取締役1名解任（合計2件）
不二硝子	5212	ジャスダック	2017・6	取締役1名選任（合計1件）
スパンクリートコーポレーション	5277	ジャスダック	2017・6	監査役1名解任、監査役1名解任、監査役1名解任（合計3件）
ジェイエフイーホールディングス	5411	東証1部	2017・6	社外取締役の廃止および社外取締役1名解任（合計1件）
三井金属鉱業	5706	東証1部	2017・6	剰余金処分、定款一部変更（1）～（3）（合計4件）
トーアミ	5973	東証2部	2017・6	定款一部変更、剰余金処分、取締役1名解任（合計3件）
帝国電機製作所	6333	東証1部	2017・6	剰余金処分（合計1件）
兼松エンジニアリング	6402	東証2部	2017・6	取締役1名選任、定款一部変更（合計2件）
日産車体	7222	東証1部	2017・6	剰余金処分（合計1件）
豊田合成	7282	東証1部	2017・6	定款一部変更（合計1件）
黒田電気	7517	東証1部	2017・6	取締役1名選任（合計1件）
川澄化学工業	7703	東証2部	2017・6	定款一部変更（1）・（2）、自己株式取得（合計3件）
永大化工	7877	ジャスダック	2017・6	取締役1名選任（合計1件）
図書印刷	7913	東証1部	2017・6	剰余金処分（合計1件）
蝶理	8014	東証1部	2017・6	定款一部変更（1）・（2）、剰余金処分（合計3件）
ナラサキ産業	8085	東証2部	2017・6	定款一部変更（1）・（2）、自己株式取得（合計3件）
ゼット	8135	東証2部	2017・6	自己株式取得、定款一部変更、自己株式消却（合計3件）
新光商事	8141	東証1部	2017・6	定款一部変更（合計1件）
三菱UFJフィナンシャル・グループ	8306	東証1部	2017・6	定款一部変更（1）～（15）、取締役1名解任、会社提案の取締役候補者の変更（合計17件）
りそなホールディングス	8308	東証1部	2017・6	定款一部変更（1）～（16）、取締役1名解任、会社提案の取締役候補者の変更（合計18件）
四国銀行	8387	東証1部	2017・6	定款一部変更、取締役6名解任、監査役4名解任（合計3件）
みずほフィナンシャルグループ	8411	東証1部	2017・6	定款一部変更（1）～（16）（合計16件）
				定款一部変更（合計1件）
高知銀行	8416	東証1部	2017・6	取締役7名解任、監査役4名解任（合計2件）
南日本銀行	8554	福証	2017・6	定款一部変更（合計1件）
トモニホールディングス	8600	東証1部	2017・6	取締役に対する株式報酬型ストック・オプション（新株予約権）の廃止、取締役1名辞任（合計2件）
フィデアホールディングス	8713	東証1部	2017・6	定款一部変更（合計1件）
東京電力ホールディングス	9501	東証1部	2017・6	定款一部変更、取締役2名選任（合計2件）
				定款一部変更（1）～（9）（合計9件）

会社名	証券コード	市場	総会年月	提案内容（議案数）
中部電力	9502	東証1部	2017・6	定款一部変更（1）～（4）（合計4件）
関西電力	9503	東証1部	2017・6	定款一部変更の件（1）～（6）（合計6件）
				剰余金処分、取締役1名解任、定款一部変更（1）～（5）（合計7件） ＊定款一部変更のうち1件は他の株主2名〔87万9,404個〕から同一趣旨の提案がなされている。
				定款一部変更（1）～（4）（合計4件）
				定款一部変更（1）～（4）（合計4件）
				定款一部変更（合計1件）
中国電力	9504	東証1部	2017・6	定款一部変更（1）～（6）（合計6件）
北陸電力	9505	東証1部	2017・6	定款一部変更（1）～（6）（合計6件）
東北電力	9506	東証1部	2017・6	定款一部変更（1）～（5）（合計5件）
四国電力	9507	東証1部	2017・6	定款一部変更（1）～（4）（合計4件）
九州電力	9508	東証1部	2017・6	定款一部変更の件（1）～（5）（合計5件）
北海道電力	9509	東証1部	2017・6	定款一部変更（1）～（6）（合計6件）
				取締役1名解任（合計1件）
ヤマダ電機	9831	東証1部	2017・6	取締役1名選任（合計1件）

※ 網掛け は株主提案が可決した事例
出所：旬刊商事法務No2151「株主総会白書」等よりJSS作成

3. 株主総会に見る国内機関投資家の変化

国内機関投資家の議決権行使はますます厳格化し、グローバルスタンダードに近い状況になっている。スチュワードシップ・コードの改訂を受けて各社が公表した議決権行使結果を見れば明らかである。

例えば、インスティテューショナル・シェアホルダー・サービシーズ（ISS）が問題提起し、金融庁・東証も課題と認識している相談役や顧問の存在について確認してみよう。日本企業の多くが社長・会長などを退任した後も相談役・顧問として雇っているがいずれの就任も取締役でない限り株主総会決議事項ではなく、実態もはっきりしない。取締役相談役制度を新たに導入する企業はあるが、取締役でなければ総会決議事項にならないため不透明であるといわれている。2017年6月総会での関連議案とそれに対する国内機関投資家の行使結果は下表のとおりである。少なくない数の機関投資家が株主提案に賛成または会社側提案に反対しているのがわかる。

コーポレートガバナンス分野に限らず機関投資家からの企業に対するエンゲージメントは活発化している。企業側もESG説明会の開催やESGロードショウの実施が増えつつある。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行われている。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

図3-3-1　相談役・顧問に係る国内機関投資家の議決権行使結果（2017年6月総会）

提案者	証券コード	企業名	提案内容	臨時報告書賛成率	アセットマネジメントOne	大和証券投資信託委託	大和住銀投信投資顧問	日興アセットマネジメント	野村アセットマネジメント	三菱UFJ信託銀行	三井住友信託銀行	りそな銀行
株主提案	4502	武田薬品工業	定款変更（相談役等の廃止）	30.51%	反対	反対	反対	賛成	賛成	反対	反対	反対
	8387	四国銀行		20.60%	反対	反対	賛成	賛成	反対	反対	賛成	反対
	9505	北陸電力		15.10%	反対	反対	賛成	反対	賛成	反対	賛成	反対
会社提案	3822	Minori ソリューションズ	定款変更（取締役相談役を定めることができる）	98.64%	賛成	賛成	賛成	反対	賛成	賛成	反対	賛成
	7628	オーハシテクニカ		97.30%	賛成	賛成	賛成	反対	賛成	賛成	反対	賛成
	8283	Paltac		96.37%	賛成	賛成	賛成	反対	賛成	賛成	反対	賛成

出所：各企業の臨時報告書および各機関投資家ウェブサイトよりJSS作成

4 アセットクラス別の動向

JSIFではアンケート調査によりアセットクラスごとのサステナブル投資残高を公表している（8ページ表1-2-4参照）。しかしこの調査だけではカバーしきれない日本国内の動向について、ご寄稿いただいた。

1. 外国株式

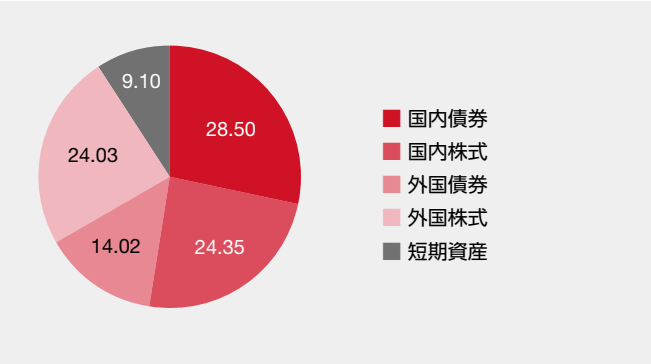
日本の基礎年金全体を運用する年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）をはじめとする国内アセットオーナーは外国株式にも資産配分を行っており、それらについても運用委託先に対してスチュワードシップ活動を促している。

正式な統計はないものの、最近まで、機関投資家による外国株式スチュワードシップ活動の大半は議決権行使であり、「対話」は主に日本国内の投資先企業との間で行われることがほとんどであった。スチュワードシップ・コードの制定・改訂を受け、一部の国内運用機関は新たに担当者を置き、自ら海外投資先企業との直接対話を始めたり、ESGオーバーレイを行う機関（専門機関あるいは投資顧問会社等でこの業務を行う機関）にエンゲージメント等を委託したりするケースも出てきている*1。

なお、議決権行使判断についてはISS、グラスルイス等の助言会社の推奨を活用するケースが多い模様である。

図4-1-1　GPIFの運用資産構成

（%）



出所：年金積立金管理運用独立行政法人
http://www.gpif.go.jp/operation/highlight.html#tab_03

山﨑 明美

*1 例えばみずほ系のアセットマネジメントOneのリリース等を参照
http://www.am-one.co.jp/pdf/news/10/170525_AMOne_Hermes_J_web.pdf

2. 債券：グリーンボンドガイドライン（環境省）

1. はじめに

2017年3月に環境省が「グリーンボンドガイドライン2017年版」（以下、「同ガイドライン」）を公表した。筆者は、同ガイドライン策定に係る「グリーンボンドに関する検討会」（以下、「同検討会」）（2016年10月～2017年3月／4回開催）および「グリーンボンドに関する意見交換会」（2016年12月）に同検討会の委員として参加した。これらの会合では、グリーンボンドに関する学識者、実務経験者等により、きわめて活発な議論が行われたのが印象的であった。

同ガイドライン策定においては「グリーンボンドガイドラインに係る第三者委員会」（2017年2月）やパブリックコメント（2017年1月～2月）が実施された。これらの意見に関して、同検討会で検討され、必要に応じて議論に反映された。同ガイドラインは、これらの議論等を踏まえ、環境省が策定したものであり法的拘束力はなく、同ガイドラインに記載された事項に準拠しなかったことをもって、同ガイドラインに基づき法令上の罰則等が課されるものではない旨、明記されている*2。

ここでは、参考資料も含めると約100ページに及ぶ同ガイドラインについて、策定の背景と特徴を中心に解説する。なお、文中の意見にわたる部分は筆者の私見であり、属する組織の見解とは関係のない旨あらかじめお断りしておく。

2. グリーンボンドガイドラインの策定の背景

グリーンボンドとは、企業や地方自治体等が、国内外のグリーンプロジェクトに要する資金を調達するために発行する債券であり、具体的には、①調達資金の使途がグリーンプロジェクトに限定され、②調達資金が確実に追跡管理され、③それらについて発行後のレポーティングを通じ透明性が確保された債券である*3。

地球温暖化対策や自然資本の劣化の防止に資するグリーンプロジェクトに民間資金を導入するための有効なツールの一つとして、国際的にはここ数年でグリーンボンド市場は急拡大している。その一方、国内におけるグリーンボンドの発行件数はまだ限定的である。グリーンボンド発行のための実務に役立つガイドラインが存在することにより、国内でのグリーンボンド発行が実務上容易になり、グリーンボンド市場が拡大する可能性があるため、同ガイドラインが策定された。

3. グリーンボンドガイドラインの特徴

(1) 国際的なデファクトスタンダードであるグリーンボンド原則（GBP）との整合性

同ガイドライン策定の基本的な考え方として、グリーンボンド発行に関してデファクトスタンダードとなっているグリーンボンド原則（GBP）との間のダブルスタンダード化を回避するため、GBP（2016年6月時点）の内容との整合性に配慮して策定された。

具体的には、グリーンボンドには、①調達資金の使途、②プロジェクトの評価及び選定のプロセス、③調達資金の管理、④レポーティングの4つの側面に関して期待される事項があり、同ガイドラインにおいてこれら4つの側面に関して「べきである」と記載されている事項のすべてに対応した債券は、国際的にもグリーンボンドとして認められうるものと考えられている*4。

また、参考資料3として「グリーンボンド原則（2016年版、原文）」、参考資料4として「グリーンボンド原則（2016年版、和訳）」が同ガイドラインに含まれている。GBPの和訳が掲載されているのもグリーンボンド発行実務に役立つ点の一つである。

なお、同ガイドラインは、グリーンボンドの普及という目的を踏まえ、我が国の市場の成熟度、国際的な動向その他の状況の変化に応じ、改定していくことを予定しているとされている*5。同ガイドラインが2017年版とされているのはそのためである。このうち国際的な動向の変化にはGBPの改定も含まれていると考えられる。

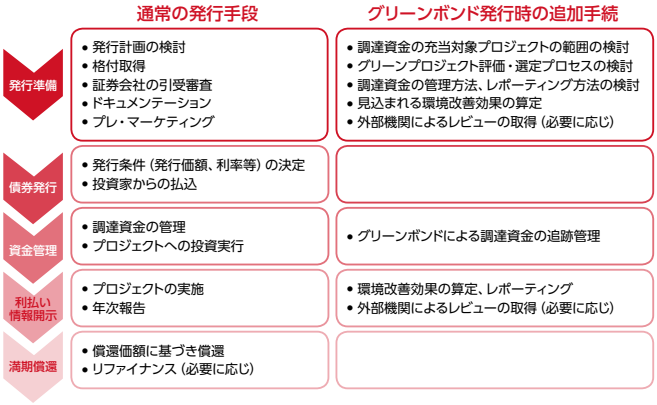
(2) 実務に役立つための豊富な例示やモデルケース等の記載

GBPは約10ページであるのに対し、同ガイドラインは本文だけでも約60ページに及ぶ。同ガイドラインにおける特徴的な記載は以下のとおりである。

①「第2章　グリーンボンドの概要」でグリーンボンドのメリット等を紹介

グリーンボンドの定義や市場の動向だけでなく、グリーンボンドのメリットとして、発行のメリット、投資のメリット、環境面等からのメリットが整理されている。また、グリーンボンド発行のフローが図示されている*6。

図4-2-1　グリーンボンド発行のフロー



②「第3章　グリーンボンドに期待される事項と具体的対応方法」の各項目における例示

第3章は、同ガイドラインの中心となる章であり、各節において、多くの項目に関して例示が示されている。また例示について、図表が多く使用され、わかりやすい内容になっている。具体的には、以下の項目について例示がなされている。

「1.調達資金の使途」の節において、具体的な資金使途の例が詳しく示されている。また、グリーンプロジェクトが、本来の環境改善効果とは別に、付随的に、環境に対しネガティブな効果をもたらす場合があり、そのようなネガティブな効果の具体例が表で詳しく示されている。さらに、調達資金の「リファイナンス」に該当する場合の具体例が図示されている。

「2.プロジェクトの評価及び選定のプロセス」の節において、グリーンプロジェクトを評価・選定するための規準の例が示されている。

「3.調達資金の管理」の節において、調達資金の追跡管理の具体的な方法の例が図示されている。

「4.レポーティング」の節において、開示情報の例や環境改善効果に係る指標、算定方法の例がそれぞれの表によって詳しく示されている。

「5.外部機関によるレビュー」の節において、レビューを活用することが特に有用と考えられる場合の例やレビューを活用することができる事項の例が示されている。また、レビューに関する情報の記載例が表でまとめられている。さらに、レビューを付与する外部機関に関する留意事項として、専門的知見の例や第三者性が確保されているとはいえない場合の例等が示されている。

③「第4章 モデルケース」の提示

想定される6つの事例とその具体的対応が例示されている。それぞれの事例について、グリーンボンドに期待される事項である（ア）調達資金の使途、（イ）プロジェクトの評価及び選定のプロセス、（ウ）調達資金の管理、（エ）レポーティング、（オ）外部機関によるレビューのそれぞれに関して想定できる内容が記載されている。

④「参考資料1　グリーンボンドに期待される事項のチェックリスト」による整理

同ガイドラインにおいては、「べきである」と「望ましい」という表記が使用されている。「べきである」と表記された項目は、同ガイドラインとしてグリーンボンドと称する債券が備えることが期待される基本的な事項である。「望ましい」と表記された項目は、それを満たさなくてもグリーンボンドと称することは問題がないと考えられるが、同ガイドラインとしては採用することが推奨される事項である*7。

このチェックリストでは、「べきである」と「望ましい」の表記がされた項目が一覧表として整理され、グリーンボンド発行に係る実務上の便宜が図られている。

4. 結び

以上見てきたとおり、同ガイドラインは、企業や自治体等がグリーンボンドの発行を検討する際に実務上参考となるガイドラインになっていると考えられる。

また、同ガイドラインの英語版（サマリー版）は環境省から公表されている。英語版（サマリー版）*8は、同ガイドラインの第1章「はじめに」全文と、第3章「グリーンボンドに期待される事項と具体的対応方法」において「べきである」「望ましい」とした事項の抜粋が記載されたものである。今後、英語の全訳が環境省から公表される見込みである。

同ガイドラインが活用されることによって、日本においてグリーンボンドが普及していくことを期待したい。

阿部 和彦

*2 環境省「グリーンボンドガイドライン 2017年版」
http://www.env.go.jp/press/files/jp/105353.pdf 免責事項
*3 環境省「グリーンボンドガイドライン 2017年版」
http://www.env.go.jp/press/files/jp/105353.pdf 4ページ
*4 環境省「グリーンボンドガイドライン 2017年版」
http://www.env.go.jp/press/files/jp/105353.pdf 2-3ページ
*5 環境省「グリーンボンドガイドライン 2017年版」
http://www.env.go.jp/press/files/jp/105353.pdf 61ページ
*6 環境省「グリーンボンドガイドライン 2017年版」
http://www.env.go.jp/press/files/jp/105353.pdf 10ページ
*7 環境省「グリーンボンドガイドライン 2017年版」
http://www.env.go.jp/press/files/jp/105353.pdf 4ページ
*8 環境省ウェブサイト"Green Bond Guidelines, 2017 SUMMARY"
https://www.env.go.jp/en/policy/economy/gb/guidelines.html

3. 債券：国際協力機構債券（JICA債）

当機構は、開発途上国における投融資事業の資金の一部に充てるため、2008年から債券（JICA債）を発行している。SRI、ESG投資に対する関心が高まる中、JICA債に対しても国内外からお問い合わせをいただく機会が多くなった。そこで、この場を借りて、JICA債の紹介をさせていただく。

1. JICA債の特性

JICA債の特性は以下3点にまとめられる。

① 政府との一体性

当機構は日本政府の全額出資による独立行政法人であり、日本の政府開発援助（ODA）の実施機関であることから、日本政府との一体性はきわめて強く、日本政府と同じ格付が付与されている（R&I：AA+（ネガティブ）、S&P：A+（安定的）。（2017年12月1日現在）。

② 財務の健全性

当機構は日本政府からの出資を受けており、その資本金が約8兆円、剰余金が約1.5兆円であるため、資産約12兆円に対し、自己資本比率は約80%となっている。

図4-3-1

Social Bondの定義

1 対象事業例：Social Project

■ 以下の分野などの社会開発に資する事業
- > 基礎インフラ開発（上下水、衛生、交通等）
- > 社会サービスへのアクセス改善（健康、教育、職業訓練、金融サービス等）
- > 住宅支援
- > 雇用創出（マイクロファイナンス、中小企業支援）
- > 食糧安全保障
- > 社会経済開発

■ ターゲット層の例示
- > 貧困ラインを下回る所得層
- > 社会における少数派グループ
- > 災害等の影響による脆弱層
- > 障がい者
- > 移民・難民
- > 未教育者・未就業者

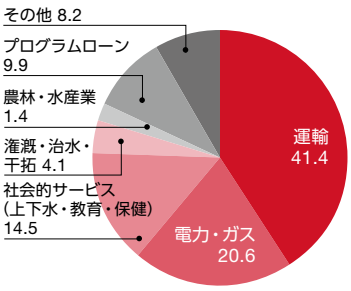
2 透明性確保のための開示項目

以下4項目に係る透明性が確保されていること。
- ■ 資金使途
- ■ 事業評価・選定プロセス
- ■ 資金管理
- ■ レポーティング

JICA債の現状

1 対象事業：有償資金協力事業

■ 円借款対象事業の分野内訳（%）



■ 円借款の事例

【交通インフラ整備に向けた支援】
- > インド：アーメダバード・メトロ事業（第一期）
- > ウガンダ：カンパラ立体交差建設・道路改良事業

【災害による脆弱層に向けた支援】
- > ネパール：緊急学校復興支援
- > ネパール：緊急住宅復興支援

【健康増進に向けた支援】
- > ケニア：ユニバーサルヘルスカバレッジ達成のための保健セクター政策借款
- > バングラデシュ：母子保健および保健システム改善事業

【社会経済開発に向けた支援】
- > ヨルダン：財政・公的サービス改革開発政策借款

※2014～2016年度貸付承諾金額ベース

2 透明性確保の仕組み（概要）

JICAでは以下のように透明性確保に向けた取り組みを進めています。

■ 資金使途	国際連合および世界銀行の基準に基づく開発途上国において、日本政府の方針（開発協力大綱等）に沿った事業に資金が充当されます
■ 事業評価・選定プロセス	国際標準に基づく評価項目によって審査され、日本政府・外部専門家を交えた透明性のある事業評価・選定プロセスを経て、実施されています
■ 資金管理	有償資金協力勘定はそれ以外の業務の勘定とは区分経理され、会計検査院、会計監査人、監事による点検・監査が行われます
■ レポーティング	個別事業は、事業の実施の事前・事後に定量的な効果指標を含む評価表が作成され、JICAホームページにて公表されています[*9]

③ 投資意義

JICA債で調達された資金は、全額当機構の有償資金協力勘定に充当され、その大半は開発途上国が実施する公共事業への貸付（円借款）の原資となる（図4-3-1参照）。そのため、JICA債への投資はSRI、ESG投資として認識できる。また、後述する「ソーシャルボンド」の特性に従うものとして、第三者機関よりセカンドオピニオンを取得している。

2. ソーシャルボンド（社会貢献債）としてのJICA債

JICA債の資金使途となる有償資金協力事業は、開発途上国における社会課題の解決を図るものであること、透明性確保のために開示が必要とされる4項目（資金使途、事業評価・選定プロセス、資金管理、レポーティング）についても図4-3-1のとおり対応していることから、JICA債は国際資本市場協会（ICMA）が定めるソーシャルボンド原則の要件に従うものとして、第三者機関（日本総合研究所）からセカンドオピニオンを取得している。

3. 持続可能な開発目標（SDGs）への貢献

JICA債の発行は、2016年12月に策定された日本政府の「持続可能な開発目標（SDGs）実施指針」で、SDGs達成のための具体的施策として盛り込まれた。実施指針では、国内の民間資金を成長市場である開発途上国のために動員するとされており、その具体的施策としてはJICA債の発行が唯一の対象となっている*10。

4. 発行実績

JICA債（財投機関債*11）の発行実績（2008年12月以降）は、累計43回（5,500億円）、そのうちソーシャルボンドとしての発行実績（2016年9月以降）は累計7回（1,000億円）となっている（2017年12月末時点）。

2017年度の発行実績は表4-3-2のとおり。

表4-3-2

回号	第40回	第41回	第42回	第43回
発行額	100億円	100億円	200億円	200億円
期間（償還日）	10年（2027年6月18日）	20年（2037年6月19日）	20年（2037年9月18日）	20年（2037年12月18日）
発行日	2017年6月28日	2017年6月28日	2017年9月20日	2017年12月20日
応募者利回り	0.220%（第347回10年国債+16.0bp）	0.602%（第161回20年国債+4.5bp）	0.597%（第161回20年国債+5.0bp）	0.625%（第162回20年国債+4.5bp）

JICA債の投資家層の特徴としては、中央（公的機関、生損保等）、地方（自治体、系統下部等）のバランスが良く、投資意義に共感して投資する投資家が多く含まれる点だと考える。日本国内におけるSRIやESG投資の潮流が高まる中、通常の投資方針（年限や利回り等）とは別の観点（投資意義）から投資を行う投資家も出てくるなど、投資家層の拡大を実感しつつある。

5. 結び

投資を通じて社会課題の解決を目指す取り組みに対する関心が高まる中、当機構としては今後も債券発行を継続していく予定である。JICA債を通じて当機構業務にご関心を持っていただければ幸いである。

独立行政法人 国際協力機構

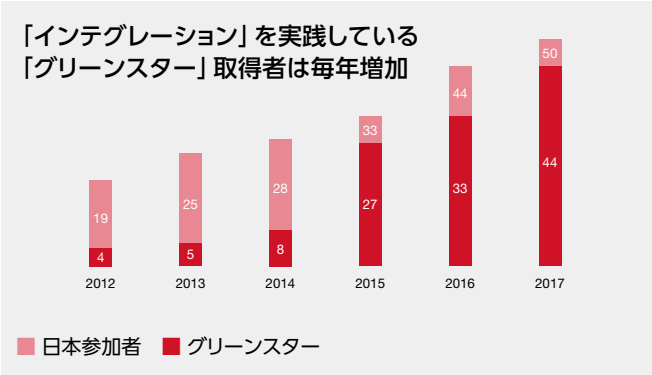
*9　事前評価、事後評価案件検索：
https://www2.jica.go.jp/ja/evaluation/index.php
年次報告書（事業実績）：https://www.jica.go.jp/about/report/index.html
*10「持続可能な開発目標（SDGs）を達成するための具体的施策（付表）」
http://www.kantei.go.jp/jp/singi/sdgs/dai2/siryou2.pdf
*11 財投機関債のほか、政府保証外債（米ドル建て）も発行している。

4. 不動産

12ページの「第3回サステナブル投資残高アンケート調査」Q16によれば、国内の不動産ESG投資は、回答機関数が1から6へ、金額も0.4兆円から2.7兆円へと第2回から大幅増となった。しかし、これだけで不動産投資市場の全体を表しているとは言い難いため、本章では、53の日本の不動産会社等（J-REIT 34社を含む主に不動産ファンド）が参加した2017年GRESB12リアルエステイト評価（以下「GRESB評価」*12）の結果をもとに、不動産ESG投資の全体像を手法別に概観する。

図4-4-1　日本のGRESB評価参加者数とグリーンスター取得者数の推移（2012～2017年）

（人）



出所：GRESB日本市場調査結果等（参加者数は既存物件の運用を行う者のみをカウント）

1. ESGインテグレーション

GRESBでは、ESGに関して、組織における「マネジメントと方針」、およびポートフォリオにおける「実行と計測」の2軸で参加者を評価するため、両軸ともに高い評価を受けて「グリーンスター」を取得した日本の44者（2017年評価、運用資産残高合計:約15.5兆円）は、インテグレーションを実践しているといえよう（図4-4-1）。2014年には、グリーンスター獲得は8者、運用資産残高合計は1.5兆円のみであり、ここ数年で、不動産セクターのESGインテグレーションが急速に進展したことが見てとれる。

2. ポジティブ・スクリーニング、テーマ型投資、ネガティブ・スクリーニング

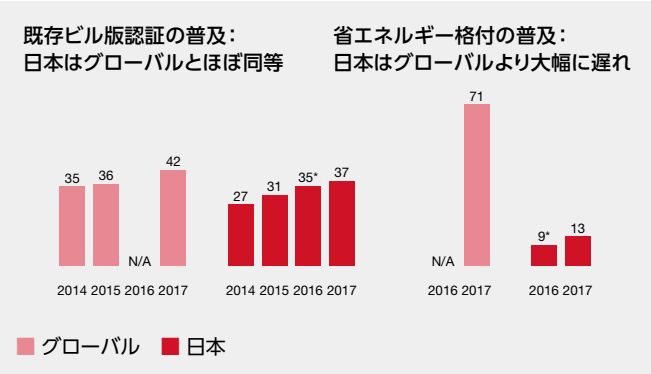
不動産の開発や取得においては、主に新築版のグリーンビル認証を取得した環境性能が高いグリーンビルを選択することが、「ポジティブ・スクリーニング」に該当する。2017年評価では、新築版認証の取得ありとの回答は14者、ポートフォリオにおける床面積割合は21%であり、金額は0.3兆円と推計される。ただし、これらの機関は必ずしもグリーンビル認証を要件として物件を開発・取得しているわけではない点には注意を要する。

また、既存ビル版の認証取得も進展しており、回答は45者、床面積割合は37%、金額は4.7兆円に上ると推計される（図4-4-2左）。既存ビル版認証は、主として運用期間中に取得されるが、新築ビル版と併せ、「テーマ型投資」（グリーンビルディング・ファンド）につながる考え方といえよう。ただし、現状では、ESGインテグレーションの一環として既存ビル版認証を取得する機関が多く、重複を避けるため、後述の不動産ESG投資の総額には不算入としている。

さらに、海外においては、物件の省エネ性能のみを評価する「省エネルギー格付」が広範に普及している。省エネ性能を「見える化」し、ポジティブ・スクリーニングだけでなくネガティブ・スクリーニングや後述の省エネ改修効果の見える化にも活用されるツールとして、日本でも普及が待たれるところである（図4-4-2右：床面積割合の普及率は、グローバル71%に対し日本は13%）。

図4-4-2　グリーンビル認証の普及に関するグローバル・日本の比較（床面積割合）

（%）



出所：GRESB日本市場評価結果等（*2016年の日本の数値は著者推計）

3. エンゲージメント

実物資産である不動産では、物件の環境性能を高める省エネ改修等がエンゲージメントに相当する。大規模改修工事は20年程度に一度実施されるため、GRESB参加者の物件総額の毎年5%が該当すると仮定すると、概ね0.8兆円と推計される。

また、省エネ改修では、一般にビルオーナーがコストを負担する一方でメリットはテナントに帰属するため改修が進みにくいという課題がある。この解決策として、ビルオーナーとテナントのエンゲージメントにより改修コストを両者が分担するという「改修を伴うグリーンリース」があるが、2016年2月に国土交通省より「グリーンリース・ガイド」が公表された効果もあり、2017年GRESB評価の回答では17者が実践し、市場に広まりつつあるといえる。

これらを合計すると、GRESB評価結果をもとに算出した日本の不動産ESG投資の総額は16.6兆円程度と推計される。ただし、本推計には、不動産開発事業者やアセットオーナーの投資額はほとんど含まれていない。また、GPIFが不動産投資についてもESGを重視していること等から、今後、不動産ESG投資全体について大幅な進展が期待される。

堀江 隆一

*12 GRESBは、不動産会社・ファンドを対象とした組織・ポートフォリオレベルでのESG評価指標で、その評価を投資判断やモニタリング等に活用するアセットオーナーはグローバルで66機関、運用資産残高は約1,870兆円に及ぶ（2017年9月現在）。

執筆者略歴

第1章　機関投資家の動向

第3回サステナブル投資残高アンケート調査結果を受けて

荒井 勝（あらい まさる）

日本サステナブル投資フォーラム（JSIF）会長

Hermes EOS上級顧問

早稲田大学経営管理研究科非常勤講師

FTSE ESGアドバイザリー・コミティ・メンバー・基準ワーキングメンバー、CDP Japanアドバイザリーグループ委員、エコステージ第三者評価委員。元国連責任投資原則（PRI）ボードメンバー、サステナブル・ファイナンシャル・システム諮問委員会メンバー。

1972年慶應大学商学部卒業。1972年4月大和証券入社、カイロ・アメリカン大学留学、サウジアラビア駐在、大和ANZインターナショナル（オーストラリア）社長などを経て、1992年1月大和証券投資信託委託入社。主に運用業務に従事し2003年より責任投資に関わる。2003年常務執行役員運用本部長就任。2006年取締役兼専務執行役員就任、2011年顧問就任、2012年退任。運用本部長（CIO）を7年間務める。2012年4月にJSIF会長に就任。

コラム：ESG評価の事例紹介

ニッセイアセットマネジメント

林 寿和（はやし としかず）

ニッセイアセットマネジメント　ESG推進室／投資調査室

チーフ・アナリスト

2005年京都大学工学部物理工学科卒業、エジンバラ大学大学院修了（経済学修士）、ケンブリッジ大学経営大学院修了（技術政策修士）。文部科学省、日本総合研究所を経て、2016年より現職。ESGに関するリサーチや、運用プロセスにおけるESGインテグレーションの推進などを担当。

著書に『ガバナンス革命のロードマップ』（共著、東洋経済新報社、2017）、『スチュワードシップとコーポレートガバナンス：2つのコードが変える日本の企業・経済・社会』（共著、東洋経済新報社、2015）、翻訳・構成に『女性が管理職になったら読む本 ―「キャリア」と「自分らしさ」を両立させる方法』（共訳、日本経済新聞出版社、2016）がある。

コラム：ESG指数の紹介

MSCI

鷹羽 美奈子（たかば みなこ）

MSCI ESG Research 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）がある。日本サステナブル投資フォーラム（JSIF）運営委員。

FTSE

岸上 有沙（きしがみ ありさ）

Head of ESG, Asia Pacific, FTSE Russell

アジア・パシフィックのESG責任者として、域内での環境、社会、ガバナンスを考慮した企業・投資行動への理解促進に従事。投資判断をサポートする内容として、ESGに関連したデータに基づき機関投資家やその他ステークホルダーとの議論を重ねる。

2007年よりESGとサステナブル投資に従事し、企業との対話（エンゲージメント）、ESGインデックスやレーティングの開発と管理、およびスチュワードシップの実行に関する機関投資家のサポートを担当。ESG投資の世界の中枢的役割を担うロンドンでの勤務を経て、2015年より東京に異動。

PRI のAssessment Technical Committee、ESGや長期投資に関する議論に広く貢献。また、日本サステナブル投資フォーラム（JSIF）の運営委員、AIGCC（Asia Investor Group on Climate Change）のワーキンググループメンバー等を通じて、日本と世界の橋渡し役を担う。

第2章　個人投資家の動向

投資信託・債券

吉田 喜貴（よしだ よしたか）

個人投資家

2000年より株式投資を開始。個別企業への長期投資を信条とし、長期の視野を保つための日本の文化・歴史の探究をライフワークとする。個人投資家としてESG投資に関心を持ち、日本サステナブル投資フォーラム（JSIF）の活動に参加。2014年より事務局長を務める。

その他の社会的インパクト投資

菅野 文美（すげの ふみ）

社会的投資推進財団 事業開発推進部 シニア・オフィサー

2002年東京大学文学部社会学科卒業、国立台湾大学 国際華語研修所修了、コロンビア大学 国際・公共政策大学院修了（国際関係修士）。国際NGOプラン・インターナショナル中国事務所、デクシア・クレディ・ローカル銀行東京支店を経て、日本総合研究所にて日本企業による新興国インパクトビジネスの立ち上げ支援、社会的インパクト投資の研究、ESGリサーチを担当。2017年より現職にて、社会的インパクト投資案件の組成および出資等、社会的インパクト投資に取り組む組織に対する出資等を通じた支援、調査研究等に携わる。

第3章　エンゲージメントとスチュワードシップ

山﨑 明美（やまさき あけみ）

日本シェアホルダーサービス株式会社
研究開発／コンサルティング部
チーフコンサルタント

1981年一橋大学法学部卒業。証券会社等を経てシンクタンク入社。2006年より現職。コーポレートガバナンス、ESG の調査研究、SR/IR コンサルティング業務に携わる。日本サステナブル投資フォーラム（JSIF）運営委員。著書に『株主と対話する企業』（共著、商事法務、2013）、『OECD 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）をはじめコーポレート・ガバナンス、議決権行使、サステナブル投資、スチュワードシップ・コードなどに関する論文多数。

第4章　アセットクラス別の動向

1. 外国株式

山﨑 明美（同上）

2. 債券

グリーンボンドガイドライン（環境省）

阿部 和彦（あべ かずひこ）

PwCサステナビリティ合同会社 執行役員

PwCサステナビリティ合同会社 執行役員。公認会計士、サステナビリティ情報審査人。

1987年横浜国立大学経営学部卒業。同年監査法人中央会計事務所に入所、大手事業会社、大手金融機関に対して会計監査を提供。C&Lブリスベン、PwCボストン、PwCニューヨーク、金融部、リスク管理部を経て、2008年よりあらた監査法人のサステナビリティサービスチームに所属。官公庁、大手事業会社、大手金融機関に対して、サステナビリティ関連支援業務を提供し、現在に至る。著書に『自然資本入門』（共著、NTT出版、2015）がある。

日本サステナブル投資フォーラム（JSIF）監事。

4. 不動産

堀江 隆一（ほりえ りゅういち）

CSRデザイン環境投資顧問株式会社
代表取締役社長

不動産・インフラストラクチャー投資運用へのESG組み込みに係る支援業務や、環境不動産に関する公的な調査業務を行うCSRデザイン環境投資顧問株式会社の代表取締役社長。日本興業銀行、メリルリンチ証券に勤務後、ドイツ証券ではマネージング・ディレクターとして再生可能エネルギーファンドなどを含むストラクチャード・ファイナンス業務を統括。

東京大学法学部卒、カリフォルニア大学バークレー校経営学修士（MBA）、桜美林大学大学院非常勤講師、国土交通省「ESG投資の普及促進に向けた勉強会」座長、国連環境計画・金融イニシアティブ（UNEP FI）不動産WG顧問、責任投資原則（PRI）日本ネットワーク不動産WG・インフラストラクチャー WG議長、日本サステナブル投資フォーラム（JSIF）運営委員など。

（注記）
※ 第1章の三井住友信託銀行、第4章の国際協力機構は企業としての寄稿のため、執筆者略歴はありません。

ニッセイアセットマネジメントは ESG運用を推進しています

ニッセイアセットマネジメントは、資産運用の調査・投資判断において、
E（環境）・S（社会）・G（ガバナンス）にかかわる課題を適切に考慮することが、
長期的な投資収益の改善のみならず、
社会的責任を果たすことにつながると考えています。

［当社のESG運用における取り組み］

●2008年より株式アナリストが調査対象に
ESGレーティング※1を付与し、企業価値評価に反映

※1：アナリストが企業のESG取組に対し「企業価値につながるか否か」という視点で当社独自のレーティングを付与

●国連責任投資原則（PRI）の
年次評価において最高評価 A+を獲得※2

※2：当社は、2017年に会社としてのESG運用に関する方針や体制を評価する「戦略とガバナンス」部門で3年連続A+を獲得。ESG要素の財務分析への組み入れを評価する「上場株式（直接運用）におけるESG統合」部門で2年連続A+を獲得。

●当資料は情報提供を目的として、ニッセイアセットマネジメントが作成したものです。特定の有価証券等の売買や勧誘を目的とするものではありません。●当資料に基づき取られた投資行動については、当社は責任を負いません。●投資する有価証券の価格の変動等により損失を生じる恐れがあります。●手数料や報酬等の種類ごとの金額及びその合計額は、具体的な商品を勧誘するものではないので、表示することができません。

NISSAY ASSET MANAGEMENT

ニッセイアセットマネジメント株式会社

金融商品取引業者　関東財務局長（金商）第369号
加入協会：一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会
ホームページ　https://www.nam.co.jp/

COMGEST

The Quality Growth Investor

ESGこそ、
コムジェストの原点。

E（環境）、S（社会）、G（ガバナンス）の非財務要素を考慮し、
長期的な観点から企業価値を評価するESG投資が今注目を集めています。
私たちコムジェストは、創業以来、持続的に成長が見込まれる
質の高い企業に集中投資する「クオリティ・グロース」を追求。
すべての運用戦略にESGが組み込まれています。
私たちの投資スタイルは世界の長期投資家から評価され、
日本でも多くの運用会社の皆さまに採用いただいています。

コムジェスト・アセットマネジメント株式会社

金融商品取引業者　関東財務局長（金商）第1696号
加入協会：一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会

https://www.comgest.co.jp

CSR DESIGN

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

不動産証券化ジャーナル等への寄稿を
通した情報発信を積極的に行っています

業務概要

◎「**GRESB（グローバル不動産サステナビリティ・ベンチマーク）**」に関する不動産・インフラセクターや機関投資家への助言
◎ **各種ESG評価**や**ESG情報開示**への参加・対応支援
◎ **環境管理システム（EMS）**構築、**ステークホルダー関与**の取り組み（グリーンリースなど）支援
◎ 環境不動産や脱炭素に関する**市場・海外施策調査、提言**など

PRI日本ネットワーク　インフラストラクチャー WG・不動産WG
UNEP FI　不動産WG（グローバル）等でも
議長、アドバイザーなどとして活動しています

DBJ評価認証型融資

株式会社日本政策投資銀行では、環境経営、防災・BCM（事業継続マネジメント）、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。

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

金融力で未来をデザインします
Design the Future with Financial Expertise

http://www.dbj.jp/

私たちは、「統合報告」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）

当社は、創業以来25年以上の長きにわたり、総合報告書ならびに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。

EDGE International

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
www.edge-intl.co.jp
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

[特別協賛]

NISSAY ASSET MANAGEMENT
COMGEST

[一般協賛]

損保ジャパン日本興亜アセットマネジメント
CSR DESIGN
Cre-en Sustainability Consulting
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 C133145