



JSIF

# 日本サステナブル投資白書

Japan Sustainable Investment Forum

**2020**

# JSIFが定める サステナブル投資の基準

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

## 日本サステナブル投資白書2020

令和3年(2021年)3月31日発行

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

〒108-0071 東京都港区白金台3-19-6 白金台ビル5階

TEL: 070-6977-2354

E-mail: info@japansif.com

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

### 免責事項

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

### 著作権

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

## JSIF法人プレミアム会員

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

\*無断転載・複写はお断りいたします。

Copyright ©2021 by JAPAN SUSTAINABLE INVESTMENT FORUM

## ③ ESG投資の定義について

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

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

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

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

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

### PRIの分類

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

PRIの原則は次の6つからなる。(カッコ内は筆者)

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

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

## ① ESG incorporationの定義

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

報告フレームワークは、これを実現する投資方法として次の4つを取り上げる。

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

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

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

報告フレームワークにおけるスクリーニング3種類の定義は以下の通りである。

### 投資のスクリーニング

#### a. ネガティブ／排除的スクリーニング

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

#### b. ポジティブ／ベスト・イン・クラスのスクリーニング

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

#### c. 規範に基づくスクリーニング

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

## サステナビリティをテーマにした投資

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

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

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

## ②アクティブ・オーナーシップとエンゲージメント

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

### アクティブ・オーナーシップ

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

### エンゲージメント

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

### (委任による) 議決権行使と株主提案

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

## GSIAの分類

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

表1-3-1

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

## PRIとGSIAのESGに関する投資方法の比較

PRIとGSIAの分類について整理比較したのが次の表である。

表1-3-2

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

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

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

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

<sup>\*3</sup> コミュニティ投資という言葉はPRIの定義では使われていない。

## ① ESGインコーポレーションとサステナブル投資

この章の課題であるESGについて注目すると、次の違いがある。

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

## ② インパクト投資

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

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

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

### まとめと提言

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

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

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

最後に、私案として次の提言をしたい。

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

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

その理由は2つある。

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

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

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

# CSR DESIGN



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

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



Signatory of:



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



# GPSS

地球は燃やさない。魂、燃やせ。

## GRID PARITY FOR A SUSTAINABLE SOCIETY

GPSSの社名は私たちのビジョンそのものです。

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

GPSSの考えるサステナブルな社会の第一歩は、ここから始まります。

GRID=電力・送電網、PARITY=均衡のことを意味します。

+81-3-6435-2391

<https://gpssgroup.jp>

〒105-0014

東京都港区芝2-5-10  
芝公園NDビル 6F



G R E S B  
★ ★ ★ ★ ★ 2020

GPSSは最高位の5スターを獲得しました

# 企業価値 デザインカンパニー<sup>®</sup>

®

# EDGE

International

株式会社エッジ・インターナショナル

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



EDGEの  
誓い

# 1

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

EDGEの  
誓い

# 2

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

[編集・エディトリアルデザイン・翻訳協力]

**EDGE**

International

[特別協賛]

**CSR DESIGN**



**GPSS**

地球は燃やさない。魂、燃やせ。

[一般協賛]

**Amundi**  
ASSET MANAGEMENT  
アムンディ アセットマネジメント



**損害保険労働組合連合会**



**SOMPOアセットマネジメント**



**NISSAY**  
ASSET MANAGEMENT

[助成]

公益財団法人 トラスト未来フォーラム