

## 【研究ノート】

# 気候変動リスクと投資家行動

漆 畑 春 彦

## 目 次

はじめに

### I. 投資家の気候変動リスクへの対応

1. 2015年パリ協定とエネルギー政策の転換
2. 金融当局の対応
3. 資産運用業界の対応

### II. ESG 投資推進の枠組み

1. 反 ESG 投資の動き
2. 中長期的な投資収益を確保する ESG 投資
3. ESG 投資の意義
4. 投資家の行動規範

## はじめに

企業の環境 (Environment) ・社会 (Social) 問題への取組み、ガバナンス (Governance) といった非財務情報を評価して投資する、いわゆる「ESG 投資」が拡大している。世界持続可能投資連合 (GSIA) の報告書 (2018年版)<sup>1)</sup>によれば、2018年、世界の ESG 投資額は30.68兆ドルに達した (2016年から2018年にかけて15.6%増加)。特に欧州は、この時点で実に投資額全体の49%を ESG 投資が占めている。

2000年代に入り、気候変動、資源の枯渇といった企業の環境問題とその克服の必要性が声高にいわれるようになった。社会的には、少子・高齢化社会の進展、経済格差の拡大、(現在世界が直面するコロナ禍のような) 疫病の流行といった現象も社会全体に関わる問題であり、個々の企業の業績や成長性に影響する要因になり得る。企業が開示する財務諸表では、環境・社会的な活動や当該問題の経営への影響は必ずしも明らかにされず、企業活動を正しく表現するには、財務情報だけでは不十分との認識が広がった。この数年間、投資家の非財務情報を活用した投資行動は活発化しており、当該情報を投資判断の重要な項目と見なす投資家は着実に増えている。企業は様々な社会の変化に配慮して経営しなければその価値を高められず、投資家は、ESG に配慮しない企業への投資はリスクが高く、長期的リターンへの期待は薄いと考え始めている。機関投資家などが企業投資をする際の受託者責任を果たすには、ESG に配慮することが不可欠だということが、金融界、資産運用業界のコンセンサスになろうとしている。

近年、コーポレートガバナンスの見直しによって、長期的な視点で投資家が積極的に企業に働きかけ、投資先企業との対話を通じて当該企業の経営の方向性を是正していく「エンゲージメント」が、長期的リターンを高めるために重視されるようになった<sup>2)</sup>。長期的リターンの向上を目的とする限り、投資家は ESG を投資判断基準に組み込むことがリターンの最大化に寄与することを顧客 (機関投資家の設定するファンドに出資する個人、企業) に説明する責任がある。しかし、そもそも ESG 投資、その前提としてのエンゲージメントが本当に長期的リターンを高めているのか否かという点についてはなお賛否があり、その投資思想が必

ずしも資産運用業界全体から支持を得ているわけではない。ESG投資を促進するには、それ自体の改めて意義を明確にした上で、新たな発想でそれに取り組み、金融市場においても堅固なスタンダードとして確立する必要があるとされている。

本稿では、ESGのうち気候変動リスクへの対応をめぐる金融当局、金融界の動きについて概説した上で、ESG投資の本質的な意義や資産運用業務における位置づけについて考えてみたい。

## I. 投資家の気候変動リスクへの対応

### 1. 2015年パリ協定とエネルギー政策の転換

2015年12月、低炭素社会への移行を目指した「パリ協定」が国際合意された。パリ協定は、1997年の「京都議定書」の後継として、2020年以降の気候変動問題に関する国際的な枠組みである。協定では、①世界の平均気温上昇を産業革命以前に比べて2℃より十分低く保ち、1.5℃に抑える努力をすること、②そのために、できる限り早く世界の温室効果ガス（GHG）排出量をピークアウトし、21世紀後半には、温室効果ガス排出量と森林などによる吸収量のバランスをとること（世界の温室効果ガス排出を実質ゼロにすること）、が合意された。

パリ協定以降、低炭素社会への移行を目指すエネルギー政策が世界規模で広がった。その気候関連シナリオに従い、各国はエネルギー・環境事情を踏まえて対策を具体化している。グローバル企業においては、本国及び現地の気候変動対策がその事業活動に影響を及ぼし始めている。合意の通り低炭素社会に移行すれば、企業は気候変動の抑制を目的に繰り出される政策、新たな法規制の導入、追加的な環境技術の開発・導入、それに十分対応できなかった際の風評といった追加的なリスクを抱える可能性がある。それに対応するためのコストも当然にして大きく膨らむことになる。企業活動への影響に対応する形で、機関投資家の多くは、GHG排出量の多い石炭、石油、天然ガスといった化石燃料に関連する企業から、再生可能エネルギーなど環境対応を積極的に図る企業へ、投資先企業を移し始めた。それが近年においてESG投資が拡大している背景としてある。

2018年6月、G7シャルルボワ・サミットに先立ち、運用資産総額26兆ドルに及ぶ288機関投資家が、気候関連財務情報開示の強化をG7政府首脳に要求する

共同声明を発表した<sup>3)</sup>。声明は、パリ協定の目標の達成や低炭素社会への移行に向けた民間投資の加速、気候関連財務情報開示の強化などを掲げたものである<sup>4)</sup>。例えば米国では、2017年6月にトランプ大統領がパリ協定からの離脱を発表したものの、同国の代表的な機関投資家であるカリフォルニア州公務員退職年金基金(California Public Employee Retirement System : CalPERS)、カリフォルニア州教職員退職年金基金(The California State Teachers' Retirement System : CalSTRS)などが上記共同声明に参加している。ESG投資を決定・実施する上で、機関投資家は投資先企業の気候変動に係る財務情報、非財務情報(気候変動から当該企業の事業が受ける影響、気候変動に対する当該企業の取り組み等)が不可欠となるため、詳細な気候関連情報の開示の強化を要請している。それに応える形で、投資先企業は、気候関連情報の積極的な開示を迫られることになった。

## 2. 金融当局の対応

上記声明には、「気候関連財務情報開示に関するタスクフォース(Task Force on Climate-related Financial Disclosures : TCFD)」の名称が散見される。TCFDは、国際金融規制の最高機関、国際金融当局の金融安定理事会(Financial Stability Board : FSB)が、2015年12月に新設したタスクフォースである。この組織の目的は、投資家をはじめとする企業のステークホルダーが、気候関連リスクが企業財務にもたらす重要な影響を理解する上で、公正で一貫性のある情報開示の枠組みを策定することである。

2017年6月、TCFDは、最終報告書「気候関連財務情報の情報開示に関するタスクフォースによる提言<sup>5)</sup>」を公表した。気候変動の影響を受け得る企業等に対し、①ガバナンス(Governance : どのような体制で検討し、それを企業経営に反映しているか)、②戦略(Strategy : 短・中・長期にわたり、気候変動リスクが企業経営にどのように影響を与えるか、またそれについて何を検討したか)、③リスク管理(Risk Management : 気候変動のリスクをどのように評価・特定し、またそれを減じようとしているか)、④指標及び目標(Metrics and Targets : どのような指標を用いてリスクと機会を評価し、目標への進捗度合いを判断しているか)の項目を開示するよう推奨している。個別企業でも、各社固有の事業に関連するいくつかの気候関連シナリオを選定し、企業の回復可能性(resilience)を

気候関連財務情報として開示することが、その趣旨にある。2017年7月には、G20 ハンブルグ・サミットにおいて、TCFDの初の提言が報告され、首脳宣言の付属文書「ハンブルグ行動計画（G20 Hamburg Action Plan）<sup>6)</sup>」の中で公表された。同計画は、企業の気候関連財務情報の開示に係るグローバルスタンダードを示している。

TCFDの最終報告を踏まえた形で、先進各国の金融当局は自国内での規制策定を進めている。TCFDの提言にいち早く応じたのが、金融分野の先進国である英国の当局であった。英国の金融規制体制は、中央銀行であるイングランド銀行（BOE）を頂点に、その傘下には金融機関の健全性を監督する健全性監督機構（Prudential Regulation Authority：PRA）と金融機関の金融行為を監督する金融行為監督機構（Financial Conduct Authority：FCA）がおかれ、「ツインピークス体制」と呼ばれている<sup>7)</sup>。気候変動リスクにまず対応したのは、PRAである。

2018年10月、PRAは「気候変動の財務リスクを管理するための監督指針に関するステートメント」について、協議文書（Consultation Paper）を公表し<sup>8)</sup>、資産運用会社を含む英国の全ての金融機関を対象に、TCFDの枠組みに準拠した気候関連財務情報開示、財務リスクのシナリオ分析など詳細な指針を示した。協議文書は、①ガバナンス、②リスクマネジメント、③シナリオ分析、④情報開示に関する提案をあげている。①の提案は、気候変動に係る財務リスクへの対応の責任を取締役会が負い、関連するシニア・マネジメント機能（SMF）を特定すること、②は既存の財務リスクマネジメント体制に気候変動に係る財務リスク対応を組み込むこと、③はシナリオ分析を通じて戦略計画を明確にし、事業戦略全般における気候変動に伴う財務リスクを特定すること、そして④は、情報開示の際には、ガバナンス及びリスクマネジメントのプロセス、気候変動に係る財務リスクとの関連性を考慮して行うこと、である。

協議文書の公表以降、英国は気候変動リスクに関する議論で主導的立場にあるが、その活動は、2019年に入りますます加速した。2019年7月、BOEのマーク・カーニー前総裁は、気候変動リスクの開示義務化の可能性を刺激的なスピーチで訴えた。当該リスクを自主的に開示するよう金融機関への圧力が高まるなか、その情報公開は数年のうちに義務化される可能性があるかと断言した。前総裁は金融界に対し、その際のガイドライン作成になるべく早期に関与せよとも警告してい

る。すでに世界の中央銀行は気候変動リスクに関する政策的ネットワークを形成しているが、その中核にあるBOEの行動が先進他国の気候変動リスクに対する意識を高めるのに貢献したのは間違いなからう。

欧州大陸では、2018年5月、欧州委員会(EC)が気候変動リスクに伴うサステイナブル・ファイナンスに関する法規制案を公表している<sup>9)</sup>。欧州連合(EU)では、2014年9月に成立した非財務情報開示指令(NFR)<sup>10)</sup>に基づき、域内の大企業を対象にESGに係る非財務情報の開示を義務付けている<sup>11)</sup>。2017年のTCFD最終報告書の公表を受け、同提言と併せた規定整備に対応する加盟国が増加している。

### 3. 資産運用業界の対応

気候変動リスクをめぐる規制当局、急速な法規制整備の動きを受け、資産運用業界も着実に対応しつつある。2019年2月に世界最大の資産運用会社ブラックロック(BlackRock Inc)が、報告書「持続可能性：投資の未来<sup>12)</sup>」を公表したのを機に、業界内での当該問題への意識が高まった。報告書は、ESGに注力する企業に投資するファンドと一般ファンドの運用パフォーマンスを比較し、ESG中心のポートフォリオの投資収益が必ずしも低くないことを示している。従来資産運用業界では、持続可能な投資と投資収益の向上とはトレードオフの関係にあるとされてきたが、その常識はもはや正しいとはいえないとした上で、ESGへの注力は企業の中長期的な成長には不可欠であり、資産運用会社にとっても、持続可能な投資は事業の優先事項になりつつある。

ブラックロックの報告書公表以降、ステートストリート・グローバル・アドバイザーズ(State Street Global Advisors)、バンガード・グループ(Vanguard Group)といった欧米の主たる機関投資家は、企業の長期的な業績見通しを評価し、気候変動リスクの影響を受けやすい業界、投資先企業に対するエンゲージメントを継続的に実施している。気候変動リスクを投資判断の重要項目に掲げ、投資先企業に対し気候関連の情報開示を強く求めている。

## Ⅱ. ESG 投資推進の枠組み

### 1. 反 ESG 投資の動き

2015年以降、ESG 投資が拡大するなか、金融界や学術界からは ESG と企業業績・財務に明らかな相関関係があるとの論文レポートが多く発表された。数千件のケースを統計的に分析し、実際に「正の相関がある」ことを示したもののほか、収益最大化よりも企業の社会道徳的な価値を重視する投資家の行動を検討したものなどが見られた。

しかし2017年以降、それとは逆の主張も目立ち始めた。例えば、2018年6月に発表されたハーバード大学のジョゼフ・P・カルト教授らの論文<sup>13)</sup>は、企業の気候変動に係る情報開示の頻度とそれを増やすように求める株主提案の株価への影響を分析している。その結論は、情報開示を増やしてもそれが株主利益の向上に資するという裏付けがない、気候変動問題に対応するのは政府であり、政策情報を知り得る立場にない、また企業が情報開示を行っても、負担が大きいだけで株主への有益な情報の提供につながらない、といったものだった。

企業の気候変動リスクに対し多くの手続きを負うことになった投資家サイドにも、ESG 投資に懐疑的な向きは多い。2018年10月、米大手機関投資家のカリフォルニア州公務員退職年金基金（CalPERS）の理事選挙で、ESG 投資推進派のプリア・マサー氏が、懐疑派のジェイソン・ペレス氏に敗れる波乱があった。資産運用業界で ESG 投資が広まる中、関係者には衝撃的な出来事だった<sup>14)</sup>。ペレス氏は、現職候補は、ESG 投資を優先することで基金財産を大きなリスクにさらしたと批判した。

資産運用業界、その投資対象となる企業団体には、気候変動リスクに対する義務を負うことに懐疑論があったことは想像に難くない。ESG の思想に従って投資をしても、コストばかりがかかり投資利益が増えるわけではない、ESG について株主との対話を通じ経営の方向性を是正していくエンゲージメントを果たしたとしても、企業価値は特段向上しない、これがそうした懐疑論の本音のところであろう。

## 2. 中長期的な投資収益を確保する ESG 投資

機関投資家も利益を追求する事業体である限り、費用対効果を考えてメリットがあることが確信できないならば、ESG 投資に懐疑的になるのも無理はないことだろう。しかし、この場合の「費用対効果」を短期的ではなく、中長期視点で捉えた場合はどうであろうか。

2018年8月、年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）が「平成29年 ESG 活動報告<sup>15)</sup>」を公表し、ESG 投資への取り組みについて詳細に報告している。GPIF は、その中で ESG 投資について独自の見解を述べている。報告書には、「GPIF における ESG 投資の目的は、短期的な投資収益の追求ではなく、環境や社会問題などの負の外部性を最小化することを通じ、ポートフォリオの長期的リターンや金融市場全体の持続可能性を高めることです。なお、ESG 要素を考慮することで期待される投資の効果については、投資期間が長期にわたるほど、リスク調整後のリターンを改善する効果が期待されると GPIF では考えています。」とある。GPIF は、併せて ESG 投資の効果測定の必要性を唱え、それを欠けば、「長期にわたり誤った取り組みとなる」であろうことを示唆している。

GPIF が ESG 投資を重視する理由は、「中長期的な投資収益の向上」にある。投資判断で高い合理性を求められる機関投資家が、客観的な企業の財務状況に加え、ともすれば主観に左右されがちな倫理的要素を重視することは、中長期的な投資収益の向上に資する行動なのだろうか。GPIF のいう「環境や社会問題などの負の外部性」を緩和、最小化することが、機関投資家の運用ポートフォリオ全体の中長期的なリターンを維持・向上させることになるか否か、具体的なデータを示して証明するのは難しい。そうかといって、単純に「ESG を重視する企業ならば、企業としての活動が環境的・社会的に見ても適切なものであり、そうした行動をとれる企業ならばその業績も向上するに違いない」といった認識で片づく問題でもなさそうである。

## 3. ESG 投資の意義

それでは、「環境や社会問題などの負の外部性を緩和すること」でポートフォリオ全体の中長期的なリターンを確保するとは、どういう考え方なのか。大規模な運用資産を擁する機関投資家が資産運用を行う場合、少数の投資対象に資金を



集中配分するのではなく、多様な投資対象に分散投資を行うのが一般的である。例えば、証券会社が提供する投資信託は、分散投資を通じたリスク分散でリスク回避を図ることがメリットであり、それが販売の際のアピールポイントとなる。分散投資による投資リターンは、市場全体の動向や状況に左右される。分散投資で投資リターンを確保しようとする投資家にとって、特定の投資対象だけでなく、市場全体の投資収益率が向上することが肝要ということになる。

市場全体の投資収益率を引き上げるには、例えば、旧来の日経平均株価（日経225）や東証株価指数（TOPIX）に加え、新種のインデックスを重視し市場に浸透させていくことが考えられる。例えば、日経インデックス400は、東京証券取引所の上場企業約3,400社の中から、投資家に魅力の高い銘柄400社を選び、財務や経営が優秀な日本の株式市場を牽引する銘柄の動きを指数として発表されるものである<sup>16)</sup>。当該指数に組み入れられる400銘柄は、企業の資本効率を示す自己資本利益率（ROE）、営業利益、時価総額の3指標を基に選定される。株式市場においてそうした指数を採用、重視することにより、まず、広く日本企業の経営者にROE向上の意識が行き渡り、その経営効率の点で産業全体の価値の改善を図ることができる。「投資家に魅力のある銘柄」であるためには、非財務情報に関しても積極的に情報開示することが暗黙のうちに求められることから、その開示を促すことで、市場全体で企業価値の向上が見込めることになる<sup>17)</sup>。

ただし、市場全体の向上を図るためには、もう少し広いスコープが重要となってくる。そこでESG投資の推進が重要となる。ESG投資を行う欧米の機関投資家が共有するのは、経済社会全体の将来が様々な現象によって危機にさらされることへの危機感である。地球温暖化とそれに伴う気候変動、資源の枯渇、社会的には経済的格差の拡大、今回のコロナウィルスで強く認識された大規模な疫病の流行など、現在人類は様々な大きな問題・課題に直面している。しかも、これらは人類が経済発展してきたこと自体に起因し、かつ打ち勝つべき「人類共通の敵」なのである。

長期的な投資収益を確保していくためにも、これらの問題は必ず克服していかなければならない。機関投資家は、投資先企業の事業活動が気候変動など外部性に影響されることを前提に、投資家として企業に対し、適切な働きかけによって、その企業が直面する外部性の負の要素を緩和していく必要があるということである。

企業の株主あるいは所有者として自らの影響力を行使することが、投資家自体の利益を守ることにつながるのである。

#### 4. 投資家の行動規範

投資家が自らの利益を守るために ESG 投資を重視し、企業が直面する負の外部性を緩和するために行動することについては、なお疑問を呈する向きはあるかもしれない。投資家はその行動によって企業の負の外部性を緩和する、大きな意味では人類共通の課題に金融サイドから立ち向かうことに意義はあるとしても、それによって投資家が得るメリットとその際に投資家が負担するコストは見合うのかという疑問は残るからである。

投資家の投資先企業に対する行動としては、一般的にはエンゲージメントがある。しかし、投資家が企業に対し持続的に働きかけるには、準備から実施まで多くの手間や労苦、コストを要する。また、投資家企業の行動や経営判断は、その業界の事情や状況、業界内他企業の動向、他の投資家の働きかけの状況によっても左右されるので、個々の企業に対する働きかけの効果を明確にすることは難しい。投資家の働きかけによって企業が起こす行動が、どの程度負の外部性を緩和し結果として長期的な投資収益の低下を防いだが、その測定も困難である。投資収益を費用対効果に基づいて数値的に計測することに慣れてきた投資家が、果たして非財務的な企業の行動に対してまで適切に評価できるかさえ怪しいところであろう。

ESG 投資を行う際の曖昧模糊とした投資家の行動は受け入れられるのだろうか。主要な公的年金基金、政府系基金は断固として ESG 投資を推進し、投資先の働きかけを実施するという方針は変わらない。最近の報道等を見ても、ESG 投資は増えこそすれ減ることはなさそうである。ESG 投資やそれに伴う行動の意義については、費用対効果を超えた思想が求められるのではなかろうか。

投資家はその立場を利用して投資先企業に働きかけ、その負の外部性を緩和するという行動は、費用対効果を測定して実施の可否を決定するというより、投資家自体を含む資産運用業界全体の利益のために投資家に求められる行動であると理解した方がわかりやすい。費用対効果に基づく決定というよりも、投資家が順守すべき行動規範として取り扱うのである<sup>18)</sup>。気候変動、資源の枯渇、経済格差、

疫病といった「人類共通の敵」によって、企業の経済活動の基盤が損なわれれば、投資家の投資収益は大きく損なわれるのは間違いない。投資先企業の活動が環境や社会に依存する限り、そのリスクから逃れることはできない。そうした外部性は、大きく企業活動に関わりそれを制約し得ることから、外部性への対応システムは、もはや社会資本といってもよいだろう。

本来、社会資本は政府が提供・維持すべきものだが、その力だけでは十分カバーできるものではなくなった。気候変動の問題については、各国政府レベルでパリ協定という枠組みが合意されたが、各国の脱炭素化に対する意識や地球環境に対する危機感は一様ではない。そうした枠組みや各国の対応状況の見極めは、個々の企業レベルでは判断しづらい。従って、その判断を企業任せにするのではなく、投資家がイニシアチブをとり市場を通じた対話と適切な監視をするという新たな仕組みを備えることが必要となってくる。利益追求団体としての投資家が、社会全体のガバナンスを推進する仕組みを作ることにより一役買うということである。

そのための手間やコストは投資家サイドに生じるものの、それにより投資家全体の中長期的な利益もまた守られるはずである。投資家全体の利益が守られるならば、そのための責任は共通して果たすべきということであろう。そこはある種のスケールメリットも生じる世界である。その思想に賛同し受け入れる投資家が増えるほど、効果がコストを上回る可能性は高まるだろう<sup>19)</sup>。

今後 ESG 投資については、まずそれを投資判断に組み込むことで投資リターンの確保を目指す、GPIF のように、その効果を継続的に確実に把握していくことが求められる。さらには、費用対効果の発想ではなく、投資家が資産運用業界全体の中長期的利益を確保するための行動規範として、日々の活動に取り入れていくことが求められる、ということであろう。

## 【注記】

- 1) Global Sustainable Investment Alliance, *Global Sustainable Investment Review(GSIR)* 2018, Apr. 2018 [https://www.croatianinstitute.org/documents/GSIR\\_Review2018.pdf](https://www.croatianinstitute.org/documents/GSIR_Review2018.pdf)
- 2) 投資家の「エンゲージメント」については、漆畑春彦 [2017]「英国のコーポレートガバナンス論議と金融規制改革」『平成法政研究』第22巻第1号 2017年11月、14—17頁に詳しい。
- 3) UNEP Finance Initiative, *288 investors with more than \$26 trillion in assets call on world governments to scale up climate action to achieve the goals of the Paris Agreement*, Jun.4, 2018 [https://www.unepfi.org/news/industries/investment/investor\\_agenda\\_g7\\_statement\\_2018/](https://www.unepfi.org/news/industries/investment/investor_agenda_g7_statement_2018/)
- 4) 共同声明は、①気候関連財務の情報開示に関するタスクフォース (TCFD) の要請に応じた情報開示体制の整備と普及、②2020年までに各国において TCFD の提言を実施、③金融安定理事会 (FSB) の指針に TCFD に提言を導入すること、④国際的な基準設定主体 (業界を規制する当局・団体など) の基準に TCFD の提言を導入すること、を要請している。
- 5) TCFD, *Recommendations of the Task Force on Climate-related Financial Disclosure*, Jun. 2017 <https://assets.bbhub.io/company/sites/60/2020/10/FINAL-2017-TCFD-Report-11052018.pdf>
- 6) <https://www.mofa.go.jp/mofaj/files/000272298.pdf>
- 7) 英国では、1997年より金融サービス機構 (Financial Services Authority : FSA) が金融機関や金融市場の監督を担当していたが、FSA は2013年4月1日をもって PRA と FCA に分割され、両者を BOE が管理する体制となった。同時に BOE 内には、金融安定政策委員会 (Financial Policy Committee : FPC) が設置された。FSA、BOE、英財務省の3者体制では、各々の権限と責任が明確でなく、金融危機を防止できなかったとの反省に基づく体制変更であった。PRA の監督対象は、銀行など預金受入機関、保険会社、投資会社の一部の約1,700社 (2013年の発足時点) である。
- 8) Bank of England, *PRA consults on its expectations for the management of financial risks from climate*, Consultation Paper, Oct 15, 2018 <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/news/2018/october/pr-consults-on-its-expectations-for-the-management-of-financial-risks-from-climate-change.pdf?la=en&hash=D2C1AD2854024009989560B4B54ED66E34CF1331>
- 9) European Commission, *Sustainable Finance: Marking the Financial Sector a Powerful Actor in Fighting Climate Change*, May 24, 2018 Sustainable finance: Making the financial sector a powerful actor in fighting climate change (europa.eu) 本規制案は、2018年3月に採択されたアクションプランを受けたものである。
- 10) [https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/enforcement-and-infringements-banking-and-finance-law\\_en#non-financial-reporting](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/enforcement-and-infringements-banking-and-finance-law_en#non-financial-reporting)
- 11) 対象企業は、従業員500人以上の上場企業、銀行、保険会社の6,000社以上。
- 12) Blackrock, *Sustainability: The future of investing*, Global Insights, Feb, 2019 <https://www.blackrock.com/americas-offshore/literature/whitepaper/bii-sustainability-future-investing-jan-2019.pdf>
- 13) Joseph P. Kalt, and L. Adel Turki, *Political, Social, and Environmental Shareholder Resolutions: Do They Create or Destroy Shareholder Value?*, The National Association of Manufacturers, May, 2018

[https://corp.gov.law.harvard.edu/wp-content/uploads/2018/06/ESG-Paper-FINAL\\_reduced-size-002.pdf](https://corp.gov.law.harvard.edu/wp-content/uploads/2018/06/ESG-Paper-FINAL_reduced-size-002.pdf)

- 14) CalPERS 理事会は非常勤の理事13名で構成され、そのうち年金加入者代表(任期4年)の6名が選挙で選出される。マサー氏は、加入者代表として2003年から4期16年にわたり理事を務め、2018年1月に同年金基金の理事長の地位にあった。<https://www.ai-cio.com/news/calpers-president-loses-board-seat/> 同選挙におけるマサー氏の得票は7,008票(43.22%)、ペレス氏は9,208票(56.78%)だった。<https://www.ai-cio.com/news/calpers-president-loses-board-seat/undefined>
- 15) [https://www.gpif.go.jp/investment/esg/pdf/0813\\_esg\\_katudohoukoku.pdf](https://www.gpif.go.jp/investment/esg/pdf/0813_esg_katudohoukoku.pdf)
- 16) 当該指数は2013年8月の最終営業日8月30日を起点として、この日を10,000として計算、その数値が公表されるものである(以後取引時間中は1秒ごとに算出)。銘柄の選定は東証第1部に加え、同第2部及びマザーズ、JASDAQなどの新興市場も含めた東京証券取引所に3年以上上場している企業を対象とする。売買代金と時価総額を踏まえ、まず上位の1,000銘柄を組み入れ候補銘柄として選定し、その後その中から、企業の資本効率を示す自己資本利益率(ROE)、営業利益、時価総額の3つの指標を基とした定量的な指標を評点として、400銘柄に最終的に絞り込む(ROEと営業利益は3年間の数値を採用)。ただし、候補1,000銘柄からは、特設注意銘柄(上場廃止になる恐れがある監理・整理銘柄も含む)、過去3年間で連続赤字や債務超過の状態にある企業、直近の決算短信または内部統制報告書が開示されていない企業、直近の財務諸表に継続企業の前提に関する注記がされている企業、直近の内部統制報告書に開示すべき重要な不備があったり、内部統制の評価結果を表明できていない企業は除かれる。
- 17) 水口 [2018]、3頁。資金規模が大きい巨大な機関投資家をいくつか合わせると、ほぼ市場全体の所有者とみなせることから、これを「ユニバーサルオーナー」と呼ぶ。彼らにとっては市場全体の底上げを図ることが合理的であり、それを「ユニバーサルオーナーシップ」という。
- 18) 水口 [2018]、4頁
- 19) 例えば、一つの企業に対し、その株式を保有する投資家が共同して働きかけを行うことで、個々の投資家のコストは削減され、企業に対する影響力は増加するはずである。水口 [2018]、4頁

## 【参考文献】

[邦文]

漆畑春彦 [2017]「英国のコポレートガバナンス論議と金融規制改革」『平成法政研究』第22巻第1号 2017年11月

水口剛 [2018]「ESG投資はどこに向かうのか」野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』2019年冬号 (Vol.22—3)

「ESG活動報告2018年度版」年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF) 2019年8月

「ESG活動報告2019年度版」年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF) 2020年8月

[英文]

Blackrock, *Sustainability: The future of investing*, Global Insights, Feb, 2019

<https://www.blackrock.com/americas-offshore/literature/whitepaper/bii-sustainability-future-investing-jan-2019.pdf>

Bank of England, *PRA consults on its expectations for the management of financial risks from*

*climate*, Consultation Paper, Oct 15, 2018

<https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/news/2018/october/pra-consults-on-its-expectations-for-the-management-of-financial-risks-from-climate-change.pdf?la=en&hash=D2C1AD2854024009989560B4B54ED66E34CF1331>

European Commission, *Sustainable Finance: Marking the Financial Sector a Powerful Actor in Fighting Climate Change*, May 24, 2018

Sustainable finance: Making the financial sector a powerful actor in fighting climate change (europa.eu)

Global Sustainable Investment Alliance, “Global Sustainable Investment Review (GSIR) 2018”, Apr, 2018 [https://www.croatianinstitute.org/documents/GSIR\\_Review2018.pdf](https://www.croatianinstitute.org/documents/GSIR_Review2018.pdf)

Joseph P. Kalt, and L. Adel Turki, Political, Social, and Environmental Shareholder Resolutions : Do They Create or Destroy Shareholder Value?, The National Association of Manufacturers, May, 2018

[https://corpgov.law.harvard.edu/wp-content/uploads/2018/06/ESG-Paper-FINAL\\_reduced-size-002.pdf](https://corpgov.law.harvard.edu/wp-content/uploads/2018/06/ESG-Paper-FINAL_reduced-size-002.pdf)

UNEP Finance Initiative, 288 investors with more than \$26 trillion in assets call on world governments to scale up climate action to achieve the goals of the Paris Agreement, Jun.4, 2018

<https://corpgov.law.harvard.edu/2018/06/17/political-social-and-environmental-shareholder-resolutions-do-they-create-or-destroy-shareholder-value/>