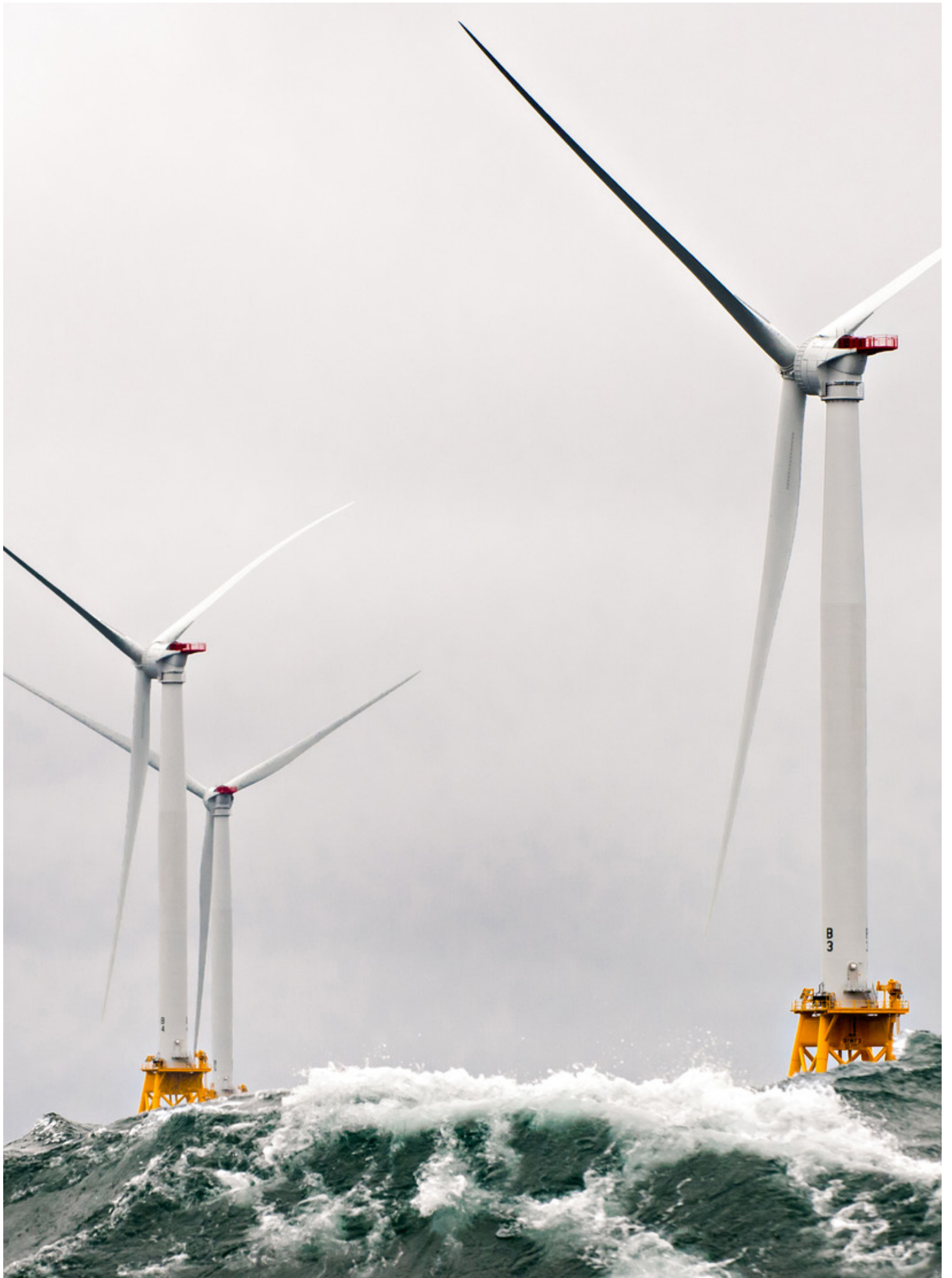


アジアの サステナブル投資

変わりゆくアジア





Wind powered turbines in the Pacific Ocean | Gettyimages

序文

読者の皆様

中国が2018年に、米国とわずか2ポイント差で、世界第2位のグリーンボンド発行国になることを、誰が数年前に予想できたでしょうか。同様に、アベノミクスの下で日本がサステナブル投資急成長国となり、運用資産総額に占めるサステナブル投資の割合が2014年の米国の水準に肩を並べるまでに拡大したこと、そして、環境・社会・ガバナンス(ESG)の情報開示を義務化した証券取引所の数で、2019年にアジアが世界最多に飛躍することを、数年前に予想できた人がどれだけいたでしょうか。

アジアではわずか数年の間に、サステナブル投資に対する姿勢が急激に変わってきました。アジアのサステナビリティ(持続可能性)に関する問題は、明らかに政府主導による取り組みが必要とされています。同時に、政府や企業には、気候変動や大気汚染など、都市生活に影響を及ぼす問題への対応策を求める社会からの圧力が高まっています。

近年、アジアの各国政府は、サステナブル投資を推進する方向へと舵を切り始めました。その背景には、サステナブル投資が、労働力人口の減少とそれに伴う経済成長の低下をはじめ、移民からインフラ、気候変動、低炭素社会への移行に伴うリスクにいたるまで、幅広い課題の解決に寄与するとの認識が広がってきたことがあります。このため、例えば企業の収益性向上に向けたコーポレートガバナンス強化や、グリーンファイナンス・イニシアチブによるインフラ資金調達など、政府の主要政策を支援する目的でサステナブルファイナンスやサステナブル投資の活用が進んでいます。

日本の年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)や香港金融管理局(HKMA)、シンガポール政府投資公社(GIC)、タイ政府の年金ファンドなどアジアの政府系アセットオーナーは、自身の投資分析と意志決定のプロセスにサステナビリティの要素を組み込むと同時に、運用受託機関にも同様の取り組みを要請し、率先垂範する形でサステナブル投資を推進しています。また、監督当局によるスチュワードシップ・コードやコーポレートガバナンス・コードの枠組み強化や、ESG

情報の開示を促す政策や規則の動きもサステナブル投資を後押ししています。その代表例が香港の中央銀行に相当する香港金融管理局(HKMA)です。HKMAは金融監督当局として、香港金融市場でのグリーンファイナンスを促進し、ESG情報開示規則を強化する政策を公表するとともに、資産総額4兆香港ドルを擁する外貨準備の運用責任者として、自らもESG要素を考慮した運用を実践しています。シンガポールの政府系ファンドは、気候変動のリスクを契機に、投資判断にESG要素を組み込んでいます。

アジアのアセットオーナーがサステナブル投資を積極的に採用しているのは、この投資手法でも投資リターンやパフォーマンスが犠牲にならないことが認知され始めているからです。年金基金や保険会社などの長期機関投資家にとって、サステナブル投資は、気候変動や低炭素経済移行に伴う化石燃料資産等の資産価値低下、いわゆる「座礁資産化」による下振れリスクを低減することができます。信用投資家にとって、ESGの柱である優れたコーポレートガバナンスは、信用リスクの緩和に寄与します。新興市場では、ESG株式投資戦略は一般的なベンチマークを上回るパフォーマンスを示しています。それは、コーポレートガバナンスに優れた企業ではテールリスクが小さいことが理由と言えるでしょう。サステナブル投資は長期的なリターンを追求する上で合理的な手法であることから、UBSはサステナブル投資を中核的な投資戦略の1つに位置付けています。

サステナブル投資のアジアにおける急速な成長とともに、各国のサステナブル投資商品の種類も投資対象も拡大しつつあります。特にグリーンボンド市場の急拡大は、環境問題が深刻化するアジアで環境関連の投資需要が増大していることも大きな要因となっています。投資家の皆様には、すべての資産クラスの投資に対して、長期的なサステナブル投資の要素を組み入れることをお勧めします。投資を通じてより直接的に社会的・環境的課題の解決を目指す投資家の方は、プライベートエクイティが直接投資を通じた「インパクト投資」を検討することをお勧めします。



Min Lan Tan
Head of APAC Investment Office

目次

序章

5 アジアで受け入れられるサステナブル投資

第1章

7 アジアでの国連PRI署名機関の急増

第2章

13 日本のサステナブル投資:他のアジア諸国のモデルとなるか?

第3章

18 サステナブル投資をけん引するアジアの監督機関

第4章

22 投資への影響

23 サステナブル投資とパフォーマンス

25 アジア独自のサステナブル投資

UBS Shifting Asia

本レポートはUBS AGにより作成されました。本レポートの末尾に掲載されている「免責事項と開示事項」は大変重要ですので是非ご覧ください。

Editor in Chief

Hartmut Issel

Contributor

Rachel Whittaker

Author

Carl Berrisford
Chisa Kobayashi

Project manager

Sita Chavali

Editor

Aaron Kreuzscher

Design

Pavan Mekala*

Cover photo

Arashiyama bamboo forest
in Kyoto, Japan | Gettyimages

Languages

English, Chinese simplified and traditional
and Japanese

* An employee of Cognizant Group.
Cognizant staff provides support services
to UBS.

序章

アジアで受け入れられる サステナブル投資



Shanghai Bund skyline landmark, Ecological energy renewable solar panel plant | Gettyimages

アジアでは、投資の決定に環境、社会、コーポレートガバナンス(ESG)への配慮を組み込んだサステナブル投資が飛躍的に拡大している。サステナブル投資の普及を促進するための国際組織「グローバル・サステナブル・インベストメント・アライアンス(GSIA)」によると、2012年から2016年の間に、アジアにおけるサステナブル投資の運用資産残高は、日本をけん引役として、400億米ドルから5,260億米ドルにまで急増した。日本では、運用資産総額に占めるサステナブル投資額の割合が、2016年の3.4%から2018年には18.3%にまで上昇した。これは米国の2014年の水準に匹敵する。統計で見ると、アジアのESG投資はこれまで日本が原動力となってきた。だが、本書では、今後、日本以外のアジアでも、かつての日本のように、政府主導で機関投資家の間にサステナブル投資が急速に浸透すると見込んでいる。アジア各国で、サステナブル投資は政府などの政策の方向性とも整合的であることが確認されてきたからだ。

これまでは欧州のアセットオーナーと国連責任投資原則(PRI)事務局(2006年発足)の署名機関、特に政府系ファンドや年金ファンドがアジアのサステナブル投資を推進してきた。しかしここ数年で、サステナブル投資のアジア独自のモデル開発が進むにつれてアジアのアセットオーナーも増え始め、これに伴い国連PRIへの署名機関も急増している。

アジアの動きを牽引してきたのは日本である。日本では、2017年に年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)がESG投資を本格始動したのを契機に、サステナブル投資が急拡大している。日本が行っている政府主導のトップダウン型モデルは、

多くの点でアジア諸国に適しており、域内のアセットオーナーや運用会社が参考にできる実用的なモデルとなっている。香港ではすでに香港金融管理局が日本型モデルに倣い、自らの外貨準備をESG評価を踏まえたサステナブル運用とすることを打ち出し、PRI署名申請プロセスもまもなく完了する見通しである。シンガポールなどその他のアジア諸国の政府も、特に規則、金融機関、グリーンファイナンス等の分野で日本の施策を取り入れている。

国際組織が先進国をベースに策定したサステナブル投資のベストプラクティスは、アジアが目指す手本となり、追従するフレームワークとなっている。例えば、オランダのアムステルダムに本部を置くグローバル・レポートング・イニシアチブ(GRI)や米国サステナビリティ会計基準審査会(SASB)は、企業によるESG取り組みの透明性を高め、投資家が比較しやすいよう、企業のサステナビリティ開示基準を定めている。またMSCI、サステイナリティクス、ISSといったESG情報評価機関によるESG評価データや格付けの提供も増えており、企業の取り組み状況が可視化され、ESG要素を投資判断に反映することが容易になっている。これらの機関は何年も前に設立されているが(例えば、GRIは1997年に設立)、アジアのESG運用資産が増加し始めたのは、つい数年前のことである。アジア地域では、経済成長の減速、日本をはじめとする急激な高齢化、新興国の経済成長に対するインフラ整備の遅れ、気候変動リスク、急速な都市化と移民流入による環境(特に清浄な大気)への影響など、深刻さを増すさまざまな課題への対応として、投資家(そして各国政府)の間でESG投資の動きが加速してきたからだ。

第1章

アジアでの国連PRI 署名機関の急増



Hong Kong's first zero carbon building | Gettyimages



Beijing's Central Line | Gettyimages

日本を除くアジアでサステナブル投資が継続的に成長していることは、PRIへの署名とその運用資産残高の急増をみれば明らかである。今後アジアではサステナブル投資が急速に成長すると予想される。

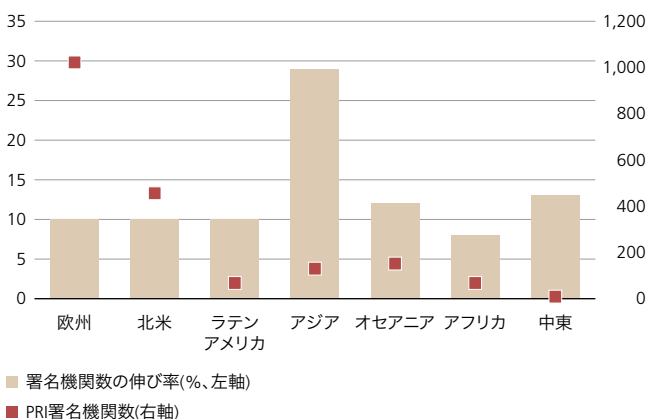
日本の署名機関数は、世界最大の年金ファンドであるGPIFが2015年にPRIに署名して以来増えている。日本のPRI署名機関の運用資産総額は、2019年7月時点で8兆8,000億米ドルに達した。2019年には大手銀行と保険会社が新たに署名したことが運用資産残高の急増につながっている。この結果、アジアの署名アセットオーナーの運用資産総額は、世界の上位20社の運用資産残高の半分に相当するまでに増えた。

PRI署名機関の運用資産総額がすなわちESG投資に特化して運用されている資産総額に等しいわけではない。シンガポールのアセットオーナーであるシンガポール政府投資公社や投資会社のように、PRIに署名していなくてもESG運用資産を保有することは可能であり、また、PRI署名機関が常にESGに特化した戦略を追求しているわけではない。しかし、多くのアセットオーナーと運用会社にとって、署名機関になることはサステナブル投資を進めていく上で重要な第一歩となる。PRIは、2018年から「最低履行要件」を導入しており、PRI署名機関は2年以内に運用資産総額の50%以上にESG投資方針を適用しなければならない(12頁の国連PRIに関する説明を参照)。大半の機関は、様々な資産クラスを

図表1

世界の地域別PRI署名機関数と増加率

アジアはPRI署名機関数の伸び率が最大

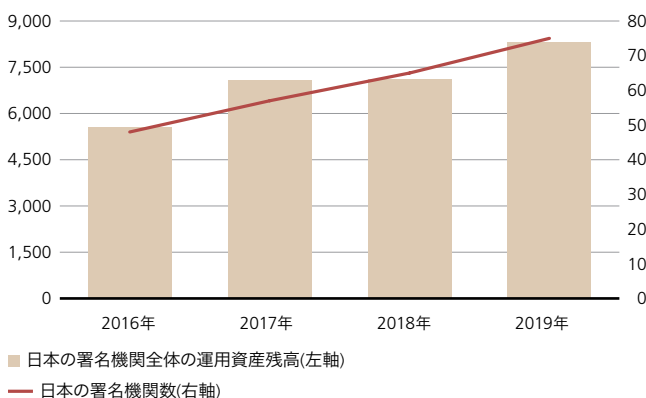


出所: 国連PRI、UBS、2019年8月現在

図表2

日本のPRI署名機関数

10億米ドル

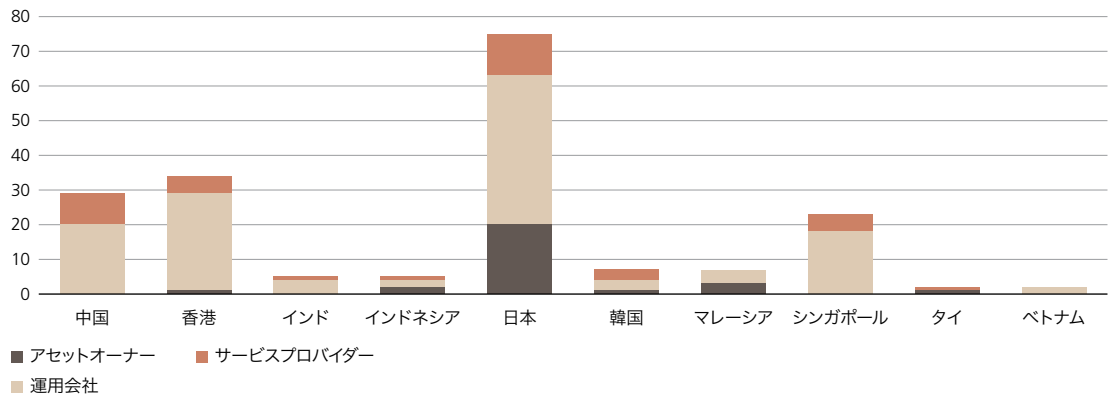


2019年は1月～8月までの8カ月間。
出所: 国連、UBS、2019年8月現在

図表3

アジアのESGへのコミットメント

サービスプロバイダー、運用会社、アセットオーナーの各PRI署名機関数



出所:UBS, 2019年9月現在

対象にサステナブル投資に移行する取り組みを行っているが、開始当初は単一の資産クラスのみを投資対象とすることも可能である。この場合、通常は、ESG投資を目的とした資金源の確保と支援を得られやすい株式のロングオンリー(買い持ちのみ)が多い。中国の大手運用会社やタイの年金ファンドなど一部のアセットオーナーは、ポートフォリオと資産配分全体にサステナブル投資手法の適用を加速している。

日本で見られたように、国内の主導的な政府系アセットオーナーが署名すると、それに追従して他の政府系や民間のアセットオーナーが次々に署名する可能性がある。GPIFは、PRI署名後に、外部の運用会社に対してESG投資の枠組みとガイドラインを策定するよう要請し始めている(10ページのHKMAのキム・チョン氏とのインタビューを参照)。

アジアのPRI署名機関の運用資産残高には、まだ十分増加の余地がある。運用資産残高が合計で2兆7,000億米ドルにのぼる域内最大級のアセットオーナー数社がまだ署名を行っておらず、運用会社にいたってはさらに署名機関数が少ないからだ。署名に伴う義務として、サステナブル投資資産の3分の2については運用資産残高や資産配分の内訳など、活動状況や進捗状況の報告が義務付けられており、これがPRIに署名する上でのネックになっている。アジアのアセットオーナーの中には、社内的にはESG投資方針を策定しているが、戦略的な理由から署名に踏み切れないところもある。PRIは、政府系ファンドにはこの要件を免除しており、銀行に対しては別の報告要件を導入する計画だ。こうした措置により、アジアでも署名に対する抵抗が幾分緩和されるかもしれない。

キム・チョン氏インタビュー

香港金融管理局(HKMA)リスク管理・コンプライアンス責任者



キム氏は、2015年8月から香港金融管理局(HKMA)のリスク管理・コンプライアンス部門の統括者として、HKMAの投資ポートフォリオに関わるリスク管理の責任を担っている。その職務範囲は、投資取引からポートフォリオのレベルに至るまで、各種コンプライアンスに及んでいる。同氏はまた、投資ポートフォリオ全体のパフォーマンス評価についても責任を負っている。同氏のチームはESGの調査と推進を担当している。

HKMAは今年5月に、サステナブルバンキングとグリーンファイナンスに関する3つの施策を発表しましたが、そのきっかけは何ですか？HKMAは施策2で表明しているように、すでにESG商品への投資を開始しているのでしょうか？

HKMAは2019年5月7日にサステナブルバンキングとグリーンファイナンスに関する新しい施策を発表し、我々のESG問題へのスタンスとアプローチを対外的に表明しました。香港政府は昨年、グリーンファイナンスのハブを目指す方針を発表しました。気候変動抑制に関するパリ協定や、世界中で頻繁に発生する異常気象とそれによる破壊的な影響等により、気候変動や持続可能性に対する懸念が世界中で急速に高まっています。

投資について言えば、HKMAはすでにグリーンボンドのほか、再生可能エネルギーやグリーンビルディングなどその他のグリーン投資に携わっています。例えば、香港株式や中国株式のアクティブポートフォリオの外部運用会社に対して、香港証券先物取引委員会(SFC)が2016年に定めた「責任あるオーナーシップの原則」を実施するか、実施しない場合にはその理由を説明する、いわゆる「コンプライ・オア・エクスプレイン」というアプローチを採用し、マニフェストの中でのESGの比重を高めています。そのほか、債券ポートフォリオの信用リスク分析にESG要素を組み込むこと、非公開市場投資のデューデリジェンスの一環

として一般的なパートナーのESG方針やESG慣行を検討することなどを実践しています。我々はこうした施策とともに、リスク調整後のリターンがほぼ同水準の2つの投資先から1つを選択する場合は、ESG要素が高い方を優先することを基本方針としています。

HKMAは4兆香港ドルの外貨準備を運用資産として保有されています。ESG投資への配分はありますか？

我々は、投資プロセスにESGインテグレーションを取り入れ、公開・非公開市場双方の投資先判断にESG要素を組み込んでいます。アセットアロケーションの意思決定の中にESG要素を位置づけられるかという問題については、ボトムアップのアプローチの方がESG投資を展開する上で適切だろうと考えています。なぜなら、ESG評価は状況や案件に応じて大きく変わるからです。従って我々は、案件のESGリスクを評価するのに、すべてに適用できる閾値やベンチマークを採用するというよりはむしろ、案件ごとにESG要素を特定した後にそれらが案件に及ぼす影響を評価し、リスク調整後の投資判断の最適化を目指しています。案件やマニフェストを個別に掘り下げること、「グリーンウォッシングな(環境に配慮しているように装っている)」投資提案の回避にもつながります。

日本のトップダウン型ESGモデルは香港に適していると思いますか？香港では、何がESG意識を高めているのでしょうか？気候変動やインフラ、環境問題などでしょうか？

GPIFのESGとの関りは、安倍政権のアベノミクス、特に「3本の矢」の成長戦略やガバナンス及びダイバーシティ重視の方針と非常に整合しています。欧州では、気候変動や環境問題への市民の意識が高く、利害関係者を通じて、運用受託会社や年金基金の理事会にも影響を及ぼしています。香港では、環境を重視したグリーンファイナンスの動きが活発化しており、2016年に導入されたスチュワードシップ・コードの後押しも受けてESGへの注目度が非常に高まっています。銀行監督機関であり、香港のグリーンファイナンスを促進する機関であり、自ら外貨準備のアセットオーナーでもあるHKMAは、3方面からESG投資を推進しています。さらに、HKMAは、金融安定理事会(FSB)の下に設置された「気候関連財務情報開示タスクフォース(TCFD)」の提言を支援し、当該提言に賛同する他の投資家と共に、気候変動情報の開示枠組みに沿って開示された情報を適切な投資判断につなげるための取り組みを奨励しています。銀行セクターでは、金融システムのグリーン化に向けた枠組みを構築しています。HKMAはまた「グリーン・ファイナンス・センター(the Center for Green Finance)」を設置し、グリーンファイナンスの奨励や関連当事者への助言を提供しています。

HKMAは国連PRI署名機関になる手続きを進めていると伺っています。外部運用会社や香港のその他のアセットオーナーもそれに続くと思いますか？署名機関となる上でネックになっているものは何だと思いますか？

はい、我々は国連PRIの署名に向けてプロセスを進めています。国連PRIの要件を遵守するための情報開示の準備が2021年までに整う見通しです。アセットオーナーがPRIに署名する前に検討すべき要素の1つは、この開示義務かもしれません。

我々は、外部運用会社の選定、指定、監視にESG要素を組み込んでいます。我々が投資先に対するオーナーシップの責任を果たすために、外部運用会社にもESGに真剣に取り組んでもらい、議決権の行使やエンゲージメント活動を通してアクティブ・オーナーシップを発揮してくれるよう求めています。

我々が国連PRI会員になることが、署名に向けて他のアセットオーナーの背中を押し、グリーン投資とサステナブル投資が彼らの投資の中核に位置づけられることを期待しています。

国連責任投資原則とは？

責任投資原則(PRI)は、国連主導で発足した投資家イニシアチブである。6つの責任投資原則は、自主的かつ野心的な投資ガイドラインとなる。



出所：国連PRI www.unpri.org/pri、UBS

これらの原則は、投資判断にESGの観点を組み込み、それにより環境および社会全体に恩恵をもたらし、長期的な価値を創出するグローバル金融システムの構築を促進する目的で提唱された、機関投資家主体のイニシアチブである。

PRIに署名することで、機関投資家は使命に対する全社的なコミットメントを対外的に表明することになる。署名機関には1) アセットオーナー、2) 運用会社、3) 投資サービスプロバイダーの3種類がある。アセットオーナーには、年金ファンド、政府系ファンド、財団、基金、保険会社、再保険会社、預金を運用するその他金融機関が含まれる。運用会社は第三者の資産を運用する組織、サービスプロバイダーはアセットオーナーや運用会社に対してソリューションやサービスを提供する組織である。

PRI署名機関となるためには、まず年会費を支払わなければならない。だが、それよりも重要なことは、責任投資に向けた活動計画について、PRIのフレームワークに従って報告しなければならないことである。署名後1年間は報告は任意であるが、自主的に報告の経験しておくことが望ましい。それ以降は、進捗の詳細について年次報告を提出することが義務付けられる。監査手続きによって、これら組織がPRIによって定められた責任投資の最低要件を満たすことで「約束を実行しているか」が判定される。こうした要件には、資産の半分を責任投資方針に沿って運用することなどがある。監査プロセスで合格しなかった署名機関は、その後2年間監視リストに掲載される。この2年の間に、当該機関は最低要件を満たすために改善を実施する。改善が見られない場合は、除名対象となる。除名された場合でも、報告フレームワークを完成すれば、再署名は可能である。

第2章

日本のサステナブル投資： 他のアジア諸国のモデル となるか？

「イノベーションとコーポレートガバナンスは、
日本企業の収益改善のために極めて重要
である」

安倍晋三首相



Mt. Fuji | Gettyimages



Sign of the charge stands of Japan | Gettyimages

2015年9月、約160兆円の公的年金を運用する年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)がPRI署名機関になり、日本の資産運用業界の先駆けとなった。その後2年間で日本のPRI署名機関数は68%増の57社となり、サステナブル投資原則の下で運用される資産総額は、2014年の70億米ドルから2018年には2兆1,800億米ドルにまで増大した。2017年7月、GPIFは日本株を対象とした3つのESG指数に1兆円を投資することで、サステナブル投資を本格始動した。これによって、日本全体の投資残高に占めるサステナブル投資の割合は2018年に18%にまで上昇。これは2014年の米国と同水準で、日本は世界でも成長の速いサステナブル投資市場となった。

日本が短期間で、しかも東京証券取引所がESG情報の開示を義務化していない状態において(20頁の図表4参照)、サステナブル投資資産がこれだけ急増したことは注目に値する。この成功の要因は、金融庁が2014年に「日本版スチュワードシップ・コード」を策定・公表し、アセットオーナーと運用会社がESG問題に取り組む上での適切な企業文化の土台を作ったことだろう。このスチュワードシップ・コードはサステナブル投資慣行、投資先企業と顧客のエンゲージメント(対話)、そして「コードの原則を実施するか、実施しない場合は説明する(コンプライ・オア・エクスプレイン)」のアプローチを推進した。1年後の2015年、日本は「コーポレートガバナンス・コード」を策定した。日本取引所グループの鳥居

夏帆氏によると、このコードは企業に持続可能性問題に対する積極的な対応を講じることを求めている。

法律上、GPIFは日本企業の株式を直接保有することができない。そのため、スチュワードシップ活動の主体は仲介業者や運用会社に置かれている。コーポレートガバナンス・コードの導入により、運用会社は、長期的なESG要素を投資プロセスに組み込むと同時に、自社のガバナンスだけでなく、投資先企業のガバナンス充実を促すことが求められるようになった。

日本のサステナブル投資は、安倍政権の掲げるアベノミクスの政策と整合的であるとして、政府主導のトップダウン方式で推進されてきた。政府系アセットオーナーが日本でのパイオニアとしてサステナブル投資に舵を切り、また政府の指針策定を通じたスチュワードシップとコーポレートガバナンス文化構築の機運も高まり、国内の運用会社にもサステナブル投資への関心が広がっている。このモデルを、他のアジアの国々でも手本にすることができるだろうか？我々は可能だと考える。なぜなら、アジアの大半は、経済運営に国家が介入する強力な国家政策主導の色彩が濃く、トップダウン型は十分に実効性があると考えられるからだ。ただし、サステナブル投資をけん引する要因やインセンティブは国により事情が異なる。



Japan; Minamisona photovoltaic power plant | Gettyimages

日本では、人口の高齢化、労働力の縮小、企業の資本収益率の低下等を背景に、アベノミクスの下、収益性の向上と働き方改革を促す新しい企業文化が求められている。改善されたステューワードシップとコーポレートガバナンスは、このモデルにまさしく適合する¹。

日本以外のアジアでは、サステナブル投資をけん引するのはインフラ投資とグリーンファイナンスだと思われる。例えば、中国の第13次五カ年計画(2016～2020年)では、グリーンボンド市場を発展させ、グリーン開発ファンドを創設することを重点事項として打ち出している。域内の金融センターである香港は、グリーンファイナンス分野でアジアの中核的なポジションをシンガポールと競っている。実際、香港政府は「グリーンファイナンス・ハブ」を目指しており、中国政府も一帯一路構想の優先事項であるインフラ整備の資金需要に対応するため、グリーン・ファイナンス・センターとして香港を利用する計画だ。従って、アジアのESG投資は、アジア域外のアセットオーナーと運用会社がけん引役となる状況は今後も変わらないだろうが、同時に、日本を除くアジアでサステナブル投資が飛躍的に発展するためには、日本と同様に、政府が中心となって推進していく必要があるだろう。

実際、香港ではグリーンファイナンスの進展に向けた政府の措置が発表されている。香港の銀行監督機関であると同時に外貨準備の運用責任者でもあるHKMAは、自らが賛同する考えを実践に移すことができる立場にある。10ページのインタビューでHKMAのキム・チョン氏が説明するように、HKMAは2019年5月に打ち出したサステナブルバンキングとグリーンファイナンスを促進する3つの施策で、債券投資の信用リスク分析にESG要素を用い、グリーンボンドのポートフォリオとESGベンチマーク指数を通じたESG関連銘柄への投資を拡大することで、責任ある投資へのコミットメントを表明している。また、外部運用会社にも香港証券先物取引委員会発行の「責任あるオーナーシップの原則(香港版ステューワードシップ・コード)」を遵守するよう求めている。これらの施策は、日本のGPIFのアプローチに倣ったものだ。4兆香港ドル(5,120億米ドル)の外貨準備を運用するHKMAがESG投資を採用したことで、香港市場全体のサステナブルファイナンスが促進される見通しだ。ESG評価基準に基づく投資が、HKMA自身の投資プロセス、そして外部運用会社の投資プロセスの一部になっている。約1兆香港ドルを運用する香港の強制積立年金基金や香港医院管理局は、それぞれの投資判断にESG要素を組み込むことで、HKMAと肩を並べる存在になりうるだろう。

¹ UBS CIOの2017年11月22日付レポート「日本株式：サステナブル投資(ESG投資)」を参照。

鳥居夏帆氏インタビュー

日本取引所グループ、サステナビリティ推進本部、事務局次長



鳥居夏帆氏は、日本取引所グループ(JPX)が2017年に国連持続可能な証券取引所(SSE)イニシアチブに参加する以前から、同社の持続可能性(サステナビリティ)に関するプロジェクトを主導。2018年には、上場企業のESG開示の促進やJPXのESG商品ラインナップの拡充などを組織横断的に推進する新組織、サステナビリティ推進本部の事務局次長に就任。また、世界の取引所の業界団体、「世界取引所連合(WFE)」のサステナビリティ作業部会で副議長を務める。2010年JPX入社。

日本でESG投資を推進するためにJPXはどのような取り組みを行ってきましたか?どのようにして、ESGの影響についての理解と評価向上を図っていますか?

2015年に、我々は金融庁と共同で「日本版コーポレートガバナンス・コード」を策定しました。このコードでは、上場会社は、持続的な成長と中長期的な企業価値の創出の観点から、ESG課題に積極的、能動的に取り組むよう検討すべきとしています。ESGに関する議論が進展し、2018年6月にコードが改定された際には、「非財務情報」にESG要素に関する情報が含まれることが明確化されました。また、SSEイニシアチブが作成した「ESG情報の報告に関する企業向けモデルガイダンス」の日本語訳も公表しています。本ガイダンスには、上場会社がESG開示を検討するにあたって考慮すべきポイントや課題等が記載されています。加えて、市場参加者同士で情報を共有したり、投資家と上場会社にESG課題に対する相互理解を深めていただけるように、セミナーやシンポジウムを外部機関と協力して企画しています。また、世界取引所連合のサステナビリティ作業部会などグローバルな取り組みにも参加しています。また、S&Pと共同で「S&P/JPXカーボン・エフィシエント指数」や「JPX/S&P 設備・人材投資指数」等の

ESG関連指数を算出・開発するなど、サステナビリティ商品の新規開発・提供にも取り組んでいます。2018年1月には発行体がグリーンボンドやソーシャルボンドに関する情報開示を任意に行うためのプラットフォームも開設しました。さらに、女性が働き続けるための環境整備を含め、女性人材の活用を積極的に進めている企業を「なでしこ銘柄」、従業員の健康管理を経営的な視点で考え、戦略的に取り組んでいる企業を「健康経営銘柄」として選定する取り組みも行っています。

日本企業のESGに対する取り組みは何がドライバーとなっているのでしょうか?大きな出来事や規制改正があったのでしょうか?

2015年に、日本企業がサステナビリティに関する取り組みを加速する大きな出来事がいくつか起こりました。気候変動抑制に関する多国間の国際的な協定であるパリ協定の採択や、国連の持続可能な開発目標(SDGs)の採択、日本版コーポレートガバナンス・コードとステewardシップ・コードの導入などです。世界最大の年金基金であるGPIFは、ESGを投資判断に組み込むことを発表し、同年にPRIの署名機関になりました。このことは投資家と運用会社に大きな影響を与え、それを契機に企業はより積極的にESG関連情報開示

に取り組むようになりました。これらすべての出来事がドライバーとなって、この数年の間に、日本企業の ESG 課題への意識が高まっています。多くの企業が、ESG 課題がもたらす事業のリスクと機会を把握し、長期的な企業価値の向上に向けて効率的かつ効果的なコーポレートガバナンス体制を確立する動きを加速させているようです。最近では、ESG 情報開示が充実してきており、ESG 投資の考え方を受け入れる企業が増えてきているのではないかと思います。

ESG 情報の開示の義務化は欧州とアジアの多くの市場で導入されています。JPX も同じ方向に向かっていくのでしょうか？ そうでなければ、その理由を教えてください。

市場によって規制環境や、経済、社会等の状況が異なるため、各市場で ESG 情報の開示に関する異なるアプローチが採用されています。日本企業と一言で言っても、規模や事業内容等は様々で、ESG に関する取組みも様々なので、現在の環境では、自主的な開示を促すことが日本にとって最適ではないかと JPX は考えています。さらに、ESG 課題の重要性についての認識は、日本企業、特に自社の ESG 情報開示を既に始めている大企業においてはかなり浸透してきています。日本企業は正しい方向に向かっていくので、開示を義務化するよりも、むしろ、ガイダンス等の段階的な周知に取り組んでいくことが重要だと思っています。加えて、対話を通じた企業と投資家の相互理解が ESG 投資のさらなる発展には不可欠だと考えており、投資家と企業の対話を引き続き支援していく考えです。

日本はサステナブル投資で他のアジア諸国を一步リードしていると思われます。今後アジア太平洋地域で、日本がサステナブル投資のリーダーになるとは思いますか？ 日本のモデルは他のアジア諸国の ESG 投資にも適用が可能でしょうか？

SSE イニシアチブに参加している取引所は、持続可能な金融システムを育み、確立する上での自らの役割を認識しています。アジア太平洋地域に限らず、世界の取引所はサステナブル投資に関するアイデアを提案していますが、一部の取引所が主導的に動くのではなく、協働して最良のソリューションを模索しています。取引所によって、サービスを展開している国の経済状況や法規制等が異なるため、ひとつの方法や基準が全ての市場に適用できるわけではありません。さらに、ESG 投資で重要視される、環境、社会、ガバナンスに関する要素自体も、時間の経過とともに変わる可能性があります。しかし、例えば、環境に関する基本的な情報は標準化することができるかもしれません。一例を挙げると、気候変動関連財務情報開示タスクフォース (TCFD) は近い将来、大きな影響力を持つと思われます。TCFD 提言は、気候変動関連情報の開示について優れた開示基準・枠組みを提供しており、TCFD に賛同する企業数は世界中で増加しています。

GPIF など ESG 投資に積極的に取り組んでいるアセットオーナーの動向に注目しています。JPX は、関係省庁や投資家、上場会社だけでなく、GPIF などのアセットオーナーとも協力して日本での ESG 投資推進に努めるとともに、その展開を世界の取引所と共有していきます。

サステナブル投資をけん引するアジアの監督機関

「気候変動リスクを緩和してサステナブルファイナンスを実現する使命に賛同し、HKMAは3つの施策を開始する」

ノーマン・チャン
香港金融管理局総裁



Hydroelectric dam on Danjiangkou reservoir, China | Gettyimages

スチュワードシップ・コードの採用・実施の広がり

スチュワードシップ・コードとは、投資先企業とのエンゲージメントなど、投資家が投資先企業に対するオーナーシップとガバナンス責任を果たす上での指針となるガイドラインである。コード(原則)は優れたコーポレートガバナンスを重視するため、ESGの「G(ガバナンス)」を正しく行うことがサステナブル投資文化の醸成に極めて重要であるとの認識にもつながってくる。その結果、ESG課題に対する投資家の関心は、リスク管理とベストプラクティスの実践を主眼とした企業の対応の在り方に向けられつつある。日本は2014年に、アジア諸国の中でいち早くスチュワードシップ・コードを策定・公表し、GPIFが受け入れを表明した。現在ではアジアの7つの国と地域がスチュワードシップ・コードを制定している。なかには注目を集めたコーポレートガバナンスの不祥事を契機に、その対応策としてスチュワードシップ・コードを策定した国もある。

マレーシアでは、2014年に「機関投資家向けスチュワードシップ・コード」が導入されたが、主要な機関投資家の多くが政府関連企業によって所有されているため、普及は難航している。同国では、国内政治に絡んだ企業汚職のリスクが高い。韓国では、複数の企業不祥事が発生したことを受けて、コーポレートガバナンスの基準強化を求める声が高まり、2016年にスチュワードシップ・コードが確立された。同国では、積極的なオーナーシップや直接的なエンゲージメントといった(下記「エンゲージメントの力」参照)コーポレートスチュワードシップは投資家の過度な介入や口出しとして捉えられることが多く、導入に対する企業の抵抗は強い。こうした中、国内最大の機関投

資家で、2018年度世界第3位の年金基金でもある「韓国国民年金公団」が2018年にスチュワードシップ・コードの受け入れを表明したことは多くの注目を集め、その後続措置として、同公団は有力韓国企業に対して議決権を行使した。香港では、香港証券先物取引委員会が2016年に「責任あるオーナーシップの原則」を公表したが、HKMAが率先垂範する形で、外部の株式ポートフォリオ運用会社に対して同原則の遵守を求めたのは2019年になってのことである。アジアでは、スチュワードシップ・コードが有効か否かは、有力な政府系アセットオーナーによる採用と実行が大きな影響力を及ぼす。

ESG報告基準を強化するアジアの規制当局

アジアにおいてESG投資文化を醸成する実践的なトップダウン的アプローチとして、コーポレートスチュワードシップの重要性が高まっているが、調査とポートフォリオ構築を通じてESG要素を投資プロセスに組み込むボトムアップ的展開も同様に重要である。HKMAのコンプライアンス責任者、キム・チョン氏が10ページのインタビューで指摘するように、信頼性の高いESGデータを入手できるかどうかはサステナブル投資に対する課題となりうる。

投資先企業のESG関連データへのアクセスは重要だ。データを分析することで、投資家は企業のESGリスクと機会に対する取り組みを評価し、ESG問題に有意義な方法で関わるのが可能になるからだ。アジアの大半の証券取引所は、持続可能な証券取引所(SSE)イニシアチブに署名し、サステナブル投資の推進と企業によるESG問題のより良い管理の奨励に取り組んでいる。株主によるトップダウンのエンゲージメント活動

エンゲージメントの力

効果的なエンゲージメントはリスクを緩和し、長期的に株主価値を高めることができる。それが最も有効なのは銘柄数を限定した「集中ポートフォリオ」である。集中ポートフォリオでは、投資家が多くの時間を各保有銘柄に費やすことができ、投資家の積極的(プロアクティブ)な関与を受け入れる可能性が高い企業を特定できる。投資家の積極的なエンゲージメントは、企業との直接的な対話、あるいは株主提案の提出を通じて、対象企業の行動を徐々により良い方向に変え、プラスのインパクトを生み出す1つの手段である。多くの論文で、ESGエンゲージメント戦略の実行がアウトパフォーマンスにつながりうるということが明らかにされている(Hopener et al.(2019), Dimson et al. (2015))。

だけでなく、監督機関もESG基準に基づく開示義務化を通じて、持続可能性問題に対する企業意識の向上に資することができる。

ここ数年、欧米を中心とする先進国の投資家からESG関連情報を求める声が高まり、その結果、ESGデータの透明性が大幅に向上した。アジアはデータの透明性の点で総じて欧米に後れをとっており、現時点では十分なESGデータが入手できる国は限られている。しかし今後は、PRI署名機関とサステナブル投資額の増加に後押しされ、データの質が改善し、第三者のESG格付け・評価が拡充され、最終的にはESG関連指数を含めた幅広いサステナブル投資商品の提供が可能になるだろう。

SSEイニシアチブの2018年進捗レポートによると、ESG報告を義務化している世界の16証券取引所のうちアジアの取引所は8つで、他の地域

を上回っていた(香港、インド[ボンベイ証券取引所、ナショナル証券取引所]、マレーシア、タイ、シンガポール、ベトナム[ハノイ証券取引所、ホーチミン証券取引所])。2020年までに、中国やインドネシア、フィリピンなどの証券取引所もこれに追従するものと予想される。アジアのESGデータの質と基準は均質ではないが、特に環境関連の開示に関しては詳細な定量的基準が適用されるようになり、開示データの改善が進んでいる。香港やシンガポールなどの主要市場では、過去12カ月の間にESG報告基準がさらに強化された。

現時点でサステナブル・ボンドを上場している証券取引所はまだアジアには存在しない。だが、こうした状況もいずれ変わっていくと予想される。HKMAなど主要なアセットオーナーは、サステナブル投資の原則を債券投資に組み込んでおり、域内全体でサステナブル・ボンド商品の開発に弾みがつくだろう。

図表4

アジアの証券取引所によるESG情報開示促進の取り組み

国名	証券取引所	SSEパートナー取引所	サステナビリティ関連報告	上場企業に対しESG情報開示を義務化	ESG報告に関するガイダンス(指針書)を提供	ESG関連セミナーを提供	サステナビリティ関連指数を提供	サステナブル・ボンドの上場カテゴリーを設定
中国	上海証券取引所	✓	✓		✓	✓	✓	
中国	深せん証券取引所	✓			✓	✓	✓	
中国、香港特別行政区	香港証券取引所	✓	✓	✓	✓	✓	✓	
インド	インド国立証券取引所	✓	✓	✓	✓	✓	✓	
インドネシア	インドネシア証券取引所						✓	
日本	日本取引所グループ	✓	✓			✓	✓	
韓国	韓国取引所	✓					✓	
マレーシア	マレーシア証券取引所	✓	✓	✓	✓	✓	✓	
フィリピン	フィリピン証券取引所		✓			✓		
シンガポール	シンガポール証券取引所	✓	✓	✓	✓	✓	✓	
タイ	タイ証券取引所	✓	✓	✓	✓	✓		
ベトナム	ホーチミン証券取引所	✓	✓	✓	✓	✓	✓	

出所：UBS、2019年9月現在



Floating solar power plants, Jamakura dam, Japan | Gettyimages

投資への影響

「米国とアジアがESGについて話す内容は似ている。彼らの関心は、もっぱら投資収益にどのような影響を与えるのかということだ」

ジョイ・フラシネッタ
PRI広報責任者



Burnt down rainforest in the island of Borneo (Kalimantan) of Indonesia | Gettyimages



Flood in Thailand | Gettyimages

サステナブル投資とパフォーマンス

左記のジョイ・フラシネッラ氏の言葉が示唆するように、アジアでサステナブル投資に対する考え方が変わってきているのは、サステナブル投資を採用しても投資パフォーマンスは低下しないことを示す研究や調査が増えているからだ。サステナブル投資はむしろ投資リターンの上昇に寄与するとも指摘されている。

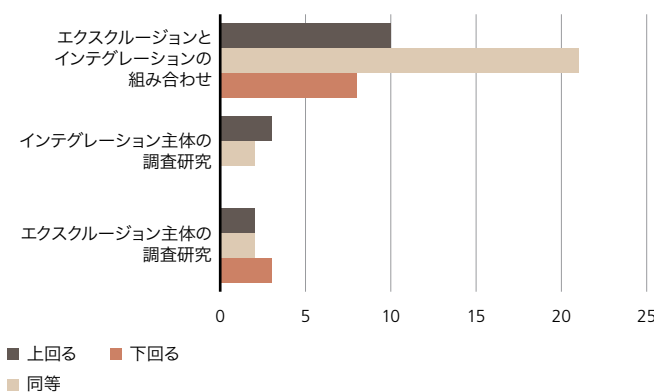
図表5が示す通り、投資家の価値観と一致しない企業や産業を投資対象から除外する「エクスクルージョン」と投資判断で財務情報に加えてESG要

素を考慮する「インテグレーション」を組み合わせたサステナブル投資に関する研究からは、総じてリターンの上振れ・下振れは見られず、サステナブル投資のパフォーマンスが伝統的な投資戦略に比べて優れているわけでも、劣っているわけでもないことが示されている。従って、リスクとリターンの性質が似通っている2つの投資先のいずれかを選ばなければならない場合、HKMAのキム・チョン氏が10ページのインタビューで指摘するように、ESGに優れている銘柄を選ぶ方が合理的であると我々は考える。

図表5

学術的研究から、サステナブル投資はパフォーマンスが低下しないことが示されている

サステナブル投資のパフォーマンスが伝統的投資と比べて上回る／下回る／同等と結論付けた調査研究の本数



出所:UBS

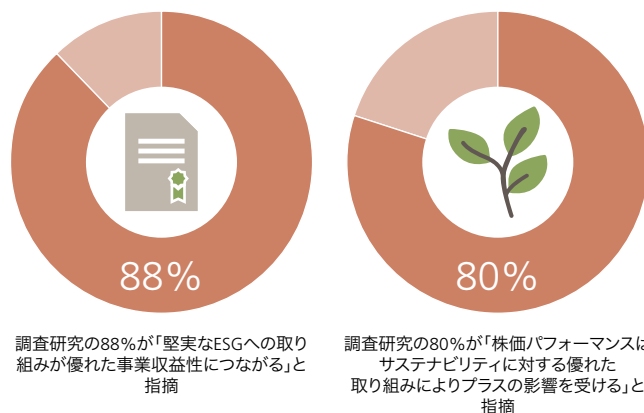
ESGは近年、年金基金や保険会社といった長期投資を行うアセットオーナー、そしてファミリーオフィスの投資アプローチにおいて重要な要素になりつつある。実際、英研究機関「公的通貨・金融機関フォーラム(OMFIF)」は、資産運用全体にわたり長期的な資本保全におけるESG配慮の重要性を強調している。

企業の視点から見ると、経営の意思決定にESG要素を組み込むことで、事業収益と資本効率の改善が期待できる。この点は日本がESG投資を導入する上で、大きな動機となった。

英オックスフォード大学とドイツのESGリサーチ会社アラベスク・アセット・マネジメントが共同で行った調査によると、これまで行われた調査研究の90%で、健全なESG基準が企業の資本コストの削減につながる事が分かった。また同88%が堅実なESGの実践と優れた事業収益性には相関性があること、また同80%が株価パフォーマンスはサステナビリティに対する優れた取り組みによりプラスの影響を受けていることを示している(図表6参照)。

図表6

企業のサステナビリティ(持続可能性)と
プロフィットビリティ(収益性)には相関性がある



出所: "Corporate Sustainability and profitability are interrelated",
Smith School of Enterprise and the Environment, University of Oxford,
Arabesque Asset Management, UBS



Red alert for air pollution: people on the street wearing protective masks | Gettyimages

アジア独自のサステナブル投資

アジアのミレニアル世代(1982年から2004年に生まれた人々)の増加も、サステナブル投資を重視する傾向に拍車をかけている。彼らは、社会・環境問題への意識が高いデジタル・ネイティブ世代と呼ばれている。ESG格付け大手のサステイナリティクスが実施した中国のミレニアル世代とESGに関する調査²によると、中国のミレニアル世代は商品やサービスに対する期待が高く、特にオンラインでのプライバシーを重視していることが明らかになった。低品質商品や粗悪な

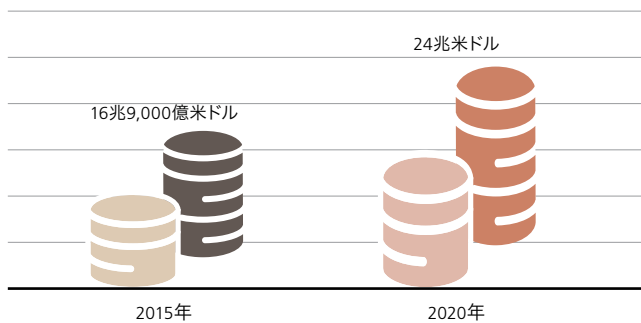
商品、模造品を製造する企業だけでなく、「利便性のためにオンラインプライバシーを侵害する」サービスを提供する企業に対しても批判的な傾向がある。ミレニアル世代の所得が増え、富裕層の仲間入りをするにつれ、彼らが中心となって企業や規制当局にガバナンス慣行の改善を迫るようになるだろう。USTラストとBOMLが富裕層を対象に行った調査によると、2020年までに世界全体で約23兆米ドルの資産がミレニアル世代の手に渡る見通しである(図表7参照)。

² 出所: 14 August, 2019, "China's Millennials and ESG," Frank Pan, Sustainalytics.

図表7

ミレニアル世代の保有資産額が急増している

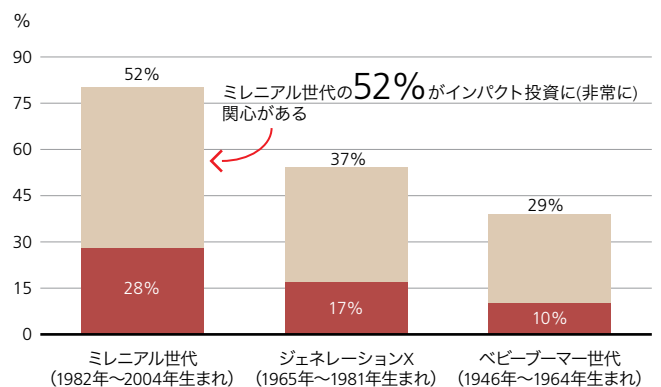
ミレニアル世代は2020年には世界の資産総額のうち24兆米ドルを保有する見通し



出所: US Trust Insights on Wealth and Worth survey, US Trust, BOML, UBS, 2016年

図表8

ミレニアル世代の投資家はインパクト投資に高い関心を示している



■ インパクト投資を行ったことがある
■ インパクト投資に関心がある

出所: US Trust Insights on Wealth and Worth survey, US Trust, BOML, UBS, 2016年

免責事項と開示事項

本レポートは、UBSチーフ・インベストメント・オフィス(UBS AGまたはその関連会社)が作成したリサーチレポートをもとに、UBS証券株式会社が作成したものです。なお、本レポートは、UBS証券株式会社(以下、「当社」)のほか、その業務委託先であるUBS銀行東京支店を通じて配布されることがあります。本レポートは情報提供のみを目的としたものであり、投資やその他の特定商品の売買または売買に関する勧誘を意図したものではありません。本レポートに掲載された情報や意見はすべて当社が信頼できると判断した情報源から入手したものです。その正確性または完全性については、明示・黙示を問わずいかなる表明もしくは保証もいたしません。本レポートに掲載されたすべての情報、意見、価格は、予告なく変更される場合があります。UBS AG(以下、「UBS」)およびUBSグループ内の他の企業(またはその従業員)は随時、本レポートで言及した証券に関してロングまたはショート・ポジションを保有したり、本人または代理人として取引したりすることがあります。あるいは、本レポートで言及した証券の発行体または発行体の関連企業に対し、助言または他のサービスを提供することもあります。一部の投資は、その証券の流動性が低いためにすぐには現金化できない可能性があります。そのため投資の価値やリスクの測定が困難な場合があります。先物およびオプション取引はリスクが高いと考えられ、また、過去の実績は将来の運用成果等の指標とはなりません。一部の投資はその価値が突然大幅に減少する可能性があります。現金化した場合に損失が生じたり、追加的な支出が必要になったりする場合があります。また、為替レートの変動が投資の価格、価値、収益に悪影響を及ぼす可能性があります。当社は、お客様固有の投資目的、財務状況、ニーズを考慮に入れることはできません。金融商品・銘柄の選定、投資の最終決定は、お客様ご自身のご判断により、もしくは、自ら必要と考える範囲で法律・税務・投資等に関する専門家にご相談の上でのお客様のご判断により、行っていただきますようお願いいたします。

金融商品取引法による業者概要及び手数料・リスク表示

商号等:UBS証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第2633号

加入協会:日本証券業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

一般社団法人日本投資顧問業協会

UBS証券株式会社における国内株式等の売買取引には、ウェルス・マネジメント本部のお客様の場合、約定代金に対して、最大1.00%(税抜)、外国株式等の売買取引には、約定代金に対して最大1.25%(税抜)の手数料が必要となります。ただし、金融商品取引所立会内取引以外の取引(店頭取引やトストネット取引等の立会外取引、等)を行う場合には、個別にお客様の同意を得ることによりこれらの手数料を超える手数料を適用する場合があります。この場合の手数料は、市場状況、取引の内容等に応じて、お客様と当社の間で決定しますので、その金額等をあらかじめ記載することはできません。インベストメント・バンク部門のお客様については、お客様ごとの個別契約に基づいて手数料をお支払いいただくため、手数料の上限額や計算方法は一律に定められておりません。国内株式等の売買取引では手数料に消費税が加算されます。外国株式の取引には国内での売買手数料の他に外国金融商品市場での取引にかかる手数料、税金等のお支払いが必要となります。国により手数料、税金等が異なります。株式は、株価の変動により損失が生じるおそれがあります。外国株式は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。不動産投資信託は、組み入れた不動産の価格や収益力などの変化により価格が変動し損失が生じるおそれがあります。

当社において債券(国債、地方債、政府保証債、社債、等)を当社が相手方となりお買い付けいただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。債券は、金利水準の変動等により価格が上下し、損失を生じるおそれがあります。外国債券は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

当社における投資信託のお取引には、直接的にご負担いただく手数料として申込手数料があり、申込代金に対して上限3.00%(税抜)です。間接的にご負担いただく手数料として運用報酬(信託報酬)があり、各ファンドの平均純資産額の年率2.34%(上限)(ファンドごとに異なりますので、各ファンドの目録見書または販売用資料をご覧ください。)およびその他費用がある場合があります。その他の費用は、保有期間等によりご負担が異なりますので、表示することができません。投資信託は組み入れた有価証券の価格や為替相場などの変化により価格が変動し、損失が生じるおそれがあります。

外貨建て有価証券を円貨で受払いされる場合にかかる為替手数料は、主要通貨の場合、当社が定める基準為替レートの1%または1円のどちらか大きい方を上限とします。非主要通貨の場合には、基準為替レートの2%を上限とします。

本レポートは、資産クラスや市場に関する参考情報の提供を目的としており、特定の商品の取引を想定したものではありません。本レポートに記載されている資産クラスや商品群には、当社または業務委託先であるUBS銀行東京支店で取り扱っていないものも含まれています。

金融商品仲介等業務を行う登録金融機関

商号等:ユービーエス・エイ・ジー(銀行)東京支店 登録金融機関 関東財務局長(登金)第605号

加入協会:日本証券業協会、一般社団法人金融先物取引業協会

© 2019無断転載を禁じます。UBSはすべての知的財産権を留保します。UBSによる事前の許可なく、本レポートを転載・複製することはできません。また、いかなる理由であれ、本レポートを第三者に配布・譲渡することを禁止します。UBSは、本レポートの使用または配布により生じた第三者からの賠償請求または訴訟に関して一切責任を負いません。

