



サステナブル投資の基礎 シリーズ

サステナブル投資の歴史

MUFG AM サステナブルインベストメント

岡本 卓万

本稿ではサステナブル投資(ESG 投資と呼ばれることもあります)の歴史を振り返ります。サステナブル投資の源流は社会的責任投資(SRI)にあります。長らくニッチな位置づけにとどまっていた。現在のような広がりを見せるようになったのは、2006年に責任投資原則が制定されたことがきっかけでした。

1. SRI(社会的責任投資)の登場

『金銭の使い方』

ESG 投資の萌芽と呼べるものは、17世紀の英国においてキリスト教の一派であるクエーカー教の創始者、ジョージ・フォックスが示した規範にあるといわれます。クエーカー教では、創立当初から戦争、暴力、武器を放棄せよという規範があり、平和主義を貫いています。

しかし、より社会に影響を残したといえるものは、1760年に同じく英国において、メソジストの創始者、ジョン・ウェスレーが残した説教集、「金銭の使い方」の中にあります。この中でウェスレーは、「大いに獲得し、大いに節約し、大いに捧げなさい」と説きました。勤勉に働き多くのお金を稼ぐことを奨励した上で、儉約に努めてできる限り蓄え残ったお金はできるだけ貧しい人に与えよと説いたのです。その際、「大いに獲得」することを実践する前提として、他人の精神と身体を損なうギャンブルやアルコールによる金銭の獲得を、宗教的倫理観の立場から戒めたのです。

最初の SRI

ウェスレーの「金銭の使い方」の考えが投資において実践されるようになったのは、20世紀に入ってからになります。1908年に米国のメソジスト教会が、教会の年金資金の管理・運用機関(Wespath Investment Management)を設立し、聖書の倫理と社会的信条に基づく運用を開始しました。記録で確認できる限り、これが最初の SRI(社会的責任投資)になります。同様の動きは英国や欧州の教会にも広がっていきました。

1928年には最初の公募型 SRI ファンドが設立されました。米国で最初のオープン型投資信託の一つである「Pioneer Fund」です。アルコールやたばこといった「罪ある株(sin stock)」を投資対象から除外しました。当時米国は禁酒法の時代でしたから、こうした株式を「罪ある」と呼ぶのも理解できることではありません。とはいえ、このファンドは規模が小さく、翌年の大恐慌の影響もあり、SRI が投資家に広く受け入れられるようにはなりませんでした(図表 1)。

(図表 1) ESG 投資の歴史(SRI(社会的責任投資)の時代)

ESG投資の歴史(SRI(社会的責任投資)の時代)		
SRI	17世紀	クエーカー教の規範(戦争、暴力、武器の放棄)
	1706年	ジョン・ウェスレー「お金の使い方」(ギャンブル等での金銭獲得を戒め)
	:	
	1908年	米国メソジスト教会の年金資産運用、聖書の倫理と社会的信条に基づく運用
	1928年	最初の公募型SRIファンド、米国のPioneer Fundで「罪ある株式(sin stock)」を除外
	:	
	1960年代	社会運動の手法としてSRIに注目、ダウ・ケミカル(ナパーム弾製造)などへの株主運動
	1990年代	環境問題、コーポレートガバナンスがSRIの対象テーマに
	1997年	ジョン・エルキントン、「トリプルボトムライン」を提唱。財務、環境、社会の要素で企業評価
	1999年	日本初のエコファンド(日興エコファンド)
:		

出所 三菱 UFJ 信託銀行作成

SRI の進展

1960 年代以降になると、SRI に新たな展開が生じます。米国での公民権運動や南アフリカ共和国のアパルトヘイト政策への反対運動、ベトナム戦争への反戦運動など、社会運動の一つの手法として SRI が注目、利用されるようになったのです。

例としては、1969 年にナパーム弾を製造するダウケミカル社に対して、製造中止を求める株主提案が行われことが挙げられます。現在におけるエンゲージメントの端緒ともいえるでしょう。

1990 年代～2000 年代になりますと、SRI の対象テーマが環境問題やコーポレートガバナンスといった領域に拡大していきます。背景としては酸性雨やオゾンホール、地球温暖化など地球規模の環境問題が顕著となったことや、米国のワールドコム事件・エンロン事件 を背景としてコーポレートガバナンスの脆弱性が取り沙汰されるなど、環境問題やガバナンス問題などに世間の耳目が集まったことがあります。

企業活動を財務的側面だけで測るのではなく、環境的側面や社会的側面も加味した 3 つの側面から評価するべきとの考え方が現れたのもこの頃です。1997 年に、ジョン・エルキントンが著書の中で、「トリプルボトムライン」の概念を唱えました。ここでいう三つの要素は「財務」「環境」「社会」ということですが、ESG の三つの要素のうち二つがエルキントンの主張に含まれていることがわかります。これに、もともと経営に規律をもたらす非財務要因として重要視されたガバナンスを加えたものが ESG というわけです。

この時期のトピックとしては、環境問題に着目したエコファンドが登場したことが挙げられます。「エコファンド」は和製英語で、欧州では「グリーンファンド」と呼ばれました。1999 年、日本で初のエコファンドである日興エコファンドが登場したほか、エコファンドが多数設定され、環境意識の高い個人投資家を中心に人気となりました。

2. SRI から ESG 投資へ

責任投資原則がきっかけ

SRI は一定の広がりを見せたものの、年金基金などの巨額の資金をもつアセットオーナーにはなかなか広がりませんでした。一つの要因は投資において「環境や社会に配慮」することは、リスクリターンを低下させることになるのではという疑念があったためと考えられます。

この状況を変化するきっかけとなったのが、2006 年に制定された責任投資原則(PRI)です。当時のアナン国連事務総長の呼びかけで、世界の有力なアセットオーナーが中心となって、6 つの原則からなる責任投資原則を制定しました。

責任投資原則では“ESG(環境・社会・ガバナンス)”という言葉を前面に打ち出しました。原則1に「私たちは投資分析と意志決定のプロセスに ESG の課題を組み込みます。」とうたわれました。投資家から敬遠されがちだった社会的責任投資(SRI)ではなく ESG 課題を組み入れた投資であると定義しなおしたわけです。また、「投資のリスクリターンの向上のためにもそのプロセスにおいて ESG 要素を考慮することは有効である」と主張し、多くの投資家に ESG 投資の有用性を説くことに成功しました。これらは、責任投資原則(PRI)の大きな成果といえます。

年金基金などのアセットオーナーに認知されたことで、ESG 投資は徐々に拡大し、責任投資原則(PRI)に署名する機関も増加していきました。当初 68 機関だった署名機関は 2012 年には 1000 を超えました。

急速に広がる ESG 投資

2015 年の一連の出来事によって、ESG 投資への流れがさらに加速しました。まず、気候変動問題に関してパリ協定が採択され、初めて新興国も含めて二酸化炭素の排出量をゼロにすることを目標とすることが合意されました。また、同じ年、国連サミットにおいて SDGs(持続可能な開発目標)が採択されました。経済活動や投資について、経済合理性だけでなく環境や社会の持続可能性に配慮すべきことについて、グローバルに合意されたといえるでしょう。世界最大級のアセットオーナーである日本の GPIF(年金積立金管理運用独立行政法人)による PRI 署名もこの年になります。

経営者や投資家の考え方も変化が見られます。株主利益の最大化を目指す「株主資本主義」から、従業員、サプライチェーン、顧客、コミュニティなどを含むステークホルダー全員に付加価値をもたらすという「ステークホルダー資本主義」への転換です。ステークホルダー資本主義は、ある経済主体が経済的に生み出す利益だけでなく、環境や社会に与える影響(「外部性」といいます)を考慮し持続可能な成長を重視するものであり、ESG 投資の考え方に通じるものです(図表 2)。

2015 年以降 ESG 投資拡大のペースは加速し、GSIA(ESG 投資調査機関の連携団体)の調査によると 2020 年の時点で全世界の ESG 投資の残高は約 35 兆ドルに達し、また 2022 年末には責任投資原則の署名機関数が 5000 を超えています。

(図表2)ESG 投資の歴史

ESG投資の歴史(ESG投資としての発展)	
SRI ESG 投資	2006年 「責任投資原則(PRI)」制定、国連アナン事務総長が有力なアセットオーナー※に呼びかけ制定「リターン向上のためにもESG投資は有効」と主張
	:
	2014年 ・(日本)スチュワードシップ・コード
	2015年 ・(日本)コーポレートガバナンスコード ・(COP21)パリ協定採択、「2℃より十分低く保つとともに、1.5℃に抑える努力を追求」 ・SDGs(持続可能な開発目標)が国連サミットで採択 ・世界最大級のアセットオーナーであるGPIFが責任投資原則に署名。
	2018年 ・ブラックロック社CEO、ラリーフィンクの年次レター、「全てのステークホルダーに利益をもたらすべき」
	2019年 ・BRT(ビジネスラウンドテーブル:米国経営者団体) 「企業のパーパス=全てのステークホルダーに価値を提供」
	2021年 ・(COP26)グラスゴー気候合意: 「1.5度目標への努力を追求」、「今世紀半ば頃にネットゼロ」
	2022年 ・PRI署名者数5000を超える

※アセットオーナー:年金基金、SWF(ソブリンウェルスファンド)などの長期投資家をいう

出所 三菱 UFJ 信託銀行作成

3. サステナブル投資へ

ここ数年の変化として、「ESG 投資」の代わりに「サステナブル投資」と呼ばれることも多くなりました。両者は、きわめて近い概念のものですが、あえて言えば「サステナブル投資」の方が、投資先が環境や社会の持続可能性を考慮することをより明確にした表現であると言えるでしょう。また、「サステナブル(持続可能)」という言葉から、より長期の視点での投資という意味合いもあると言えます。

直近の状況を見ますと、サステナブル投資への流れが踊り場に来ているという意見が強くなっています。ロシアのウクライナ侵攻に伴うエネルギー供給不安や、コロナ渦からの経済回復に伴うサプライチェーン混乱の顕在化、インフレ、政治的イデオロギーの分断といった事象は、急速な拡大を続けてきたサステナブル投資に様々な影響を与えています。脱炭素化経済の到来を見込んだファンドのパフォーマンスが急落する、あるいは資金流入が一時的に逆転するケースもあるようです。一方でサプライチェーンにおける人権問題に焦点が当たり、新たな投資テーマになることもあります。

一時の勢いがなくなったかに見えるサステナブル投資ですが、そもそもの背景は、これまでのように野放図な経済活動の拡大を続けていっては地球環境も社会も限界を迎えてしまうという認識にあります。気候変動への全世界的な取り組み、SDGs、ステークホルダー資本主義といったパラダイム変化が、投資の世界ではサステナブル投資として表出しているわけですから、途中紆余曲折があってもその流れは長期的に続いていくと考えられます。

※ 本稿中で述べた意見、考察等は、筆者の個人的な見解であり、筆者が所属する組織の公式見解ではありません

本資料について

- 本資料は、情報提供のみを目的としたものであり、特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における見解等であり、経済環境の変化や相場変動、年金制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがあります。また、記載されている推計計算の結果等につきましては、前提条件の設定方法によりその結果等が異なる場合がありますので、充分ご留意ください。
- 本資料は、当社が公に入手可能な情報に基づき作成したものです。その内容の正確性・完全性を保証するものではありません。施策の実行にあたっては、実際の会計処理・税務処理等につき、貴社顧問会計士・税理士等にご確認くださいようお願い申し上げます。
- 本資料の分析結果・シミュレーション等を利用したことにより生じた損害については、当社は一切責任を負いません。
- 本資料の著作権は三菱UFJ信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。

本資料に関するお問い合わせ先

三菱UFJ信託銀行株式会社

MUFG AM サステナブルインベストメント

[こちら](#)

