

# 国内 ESG 投資の「過去」「現在」「未来」

## 目 次

- |  |  |
|--|--|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>I. はじめに</li> <li>II. ESG 投資とは           <ul style="list-style-type: none"> <li>1. 定義と成り立ち</li> <li>2. 代表的な投資手法</li> </ul> </li> <li>III. 国内 ESG 投資の「過去」           <ul style="list-style-type: none"> <li>1. SRI ファンド</li> <li>2. 長い「機関投資家不在」の時代</li> <li>3. 企業の社会的責任（CSR）と ESG</li> </ul> </li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>IV. 国内 ESG 投資の「現在」           <ul style="list-style-type: none"> <li>1. 日本再興と ESG ～企業価値との出会い</li> <li>2. GPIF の PRI 署名とその影響</li> </ul> </li> <li>V. 国内 ESG 投資の「未来」           <ul style="list-style-type: none"> <li>1. 気候変動問題</li> <li>2. インデックス投資の可能性と課題</li> </ul> </li> <li>VI. おわりに</li> </ul> |
|--|--|

野村証券クオンツ・リサーチ部 山本 雅子

## 要約と結論

1. 投資判断に ESG（環境・社会・ガバナンス）の要素を考慮する、ESG 投資は、2006 年に国連責任投資原則（PRI）が提唱し、グローバルでは年金基金などの大手機関投資家が採用するようになったが、日本では長い間、機関投資家の多くが ESG 投資に消極的だった。その背景には、ESG 投資を促す外的要因（受益者や世論の圧力、ESG 投資を義務付ける法制度や政府の要請など）が日本では希薄だったことや、運用成績に対する効果が明確でないことがあった。
2. こうした国内機関投資家の ESG に対する姿勢に変化が見られるようになったのは 2014 年からだが、その遠因は数年前から発生していた日本企業にとっての逆風的環境により、日本企業の価値の回復・向上が急務になったことにある。第二次安倍内閣による日本再興戦略の一連の施策の中で、ESG の概念が、企業価値の持続的創造・向上を可能とする要素のひとつ、というように、企業価値と結びついて理解される傾向が出てきた。
3. 世界最大級の機関投資家である年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）も ESG 投資について前向きに検討を始めた。日本版スチュワードシップ・コードの受入れ表明や、スチュワードシップ責任と ESG 投資についての調査研究の委託などを経て、2015 年 9 月に PRI の署名機関となった。この影響で運用機関など他の機関投資家の間に、ESG を考慮する動きが広がった。
4. 未来に残されている ESG の課題には、気候変動や ESG インデックスの問題がある。COP21 で採択されたパリ協定の発効が近づいており、エネルギー産業をはじめとした様々なセクターで、気候変動問題への対処が重要問題となっている。インデックスを用いた ESG 投資は、日本は勿論、欧米でも今のところ限定的にしか行われておらず、今後の課題である。
5. 国内機関投資家の ESG 投資に対する姿勢が変遷していく過程で、ESG が企業価値と結びつけて考えられるようになったことが、普及に向けた転機になったと見られる。継続的な企業価値の創造プロセスに影響を与える要素として ESG を位置づけ、考慮することが、機関投資家にとって望ましい ESG 投資として受け入れられつつあるのではないだろうか。

## I. はじめに

「ESG」または「ESG 投資」という言葉は、最近では新聞（一般紙）でもごく頻繁に目にするようになってきたが、国内機関投資家の資産運用手段として広く注目されるようになったのは、ごく最近のことだ。

グローバルでは年金基金等の大規模機関投資家が採用し、膨大な運用資産額が報告されている ESG 投資だが、日本国内ではエコファンドなどの個人向け金融商品はあるものの、機関投資家による採用はごく限られた範囲にとどまる状態が長く続いていた。そうした状況が、2014 年の初め頃から大きく変化を見せ始め、翌 2015 年の 9 月には、世界最大級の機関投資家で、厚生年金と国民年金の財源である年金積立金を管理運用する年金積立金管理運用独立行政法人（以下、GPIF）が、世界の機関投資家に ESG 投資を呼びかける国連責任投資原則（Principles for Responsible Investment 以下、PRI）に署名したことで、年金をはじめとした多くの国内機関投資家にとって、ESG 投資が現実的な運用手段として認識されるようになった。

こうした急激な変化がなぜ起こったか、また、今後、日本国内の ESG 投資はどのような方向へ向かうのかを考察することが、本稿の目的である。初めに ESG 投資について、定義と成り立ち、代表的な投資手法について

紹介した後、日本国内における ESG 投資の変遷を「過去」と「現在」に分けて説明する。「過去」は ESG 投資が「社会的責任投資」の名で日本に紹介された当初から 2013 年いっぱいまでを扱い、2014 年の初めからは「現在」として扱う。「過去」の記述に際しては、特に、欧米と日本の機関投資家の ESG 投資に対する姿勢の違い（前者は積極的だが後者は消極的）に着目する。また、「現在」の記述では、そうした国内機関投資家の姿勢が急速に変化しつつある点に重点を置き、その原因・背景を考察する。

最後に、「未来」に残されている ESG 投資の課題について述べるとともに、機関投資家にとって望ましい「未来」の ESG 投資はどのようなものかを考えていきたい。

## II. ESG 投資とは

### 1. 定義と成り立ち

ESG とは、「環境 (Environment)」「社会 (Society)」「企業統治 (Governance)」の頭文字であり、投資家が投資判断の中で、これら 3 つの領域にある諸問題を取り上げ、意思決定プロセスに組み込むことを広く ESG 投資と定義することができよう。

用語としての「ESG」は比較的新しく、今から 10 年前の 2006 年に発足した PRI の中で用いられたことがきっかけで、投資の世界で広く知られるようになった。PRI は、6 項目からなる ESG に関する投資原則であり、その前文で、環境、社会及び企業統治 (ESG) 上の問題が、機関投資家の運用ポートフォリオのパフォーマンスに影響を及ぼし得るとの考えを明示している。

ESG 投資と類似の概念としては、社会的責任投資 (Socially Responsible Investment 以下、SRI) がある。ESG よりも古くからある概念で、1920 年代、米国のキリスト教教会が資産を運用する際、教義と相容れないタバコ、アルコール、ギャンブルなどの業種を投資対象から排除したのが発端であるとされる。つまり、当初はキリスト教という特定の価値観ないし倫理観に基づいて、投資対象を決定することから始まった。キリスト教以

外にも、戦争反対の立場から兵器産業を、また、人種的平等の立場から、アパルトヘイト政策をとっていた当時の南アフリカ共和国への支援企業を、投資対象から除外する、といった投資政策も SRI 投資の一種である。

こうした歴史的背景をもつ SRI 投資であるが、最近では、企業の社会的責任を重視する根拠として倫理や価値観を強調する立場は少数派となり、企業が事業活動を将来にわたって持続させるために社会的責任を果たすことが必要である、と説明されることが多くなってきている。この場合、企業の持続可能性 (サステナビリティ) に着目していることから、サステナブル投資と表現されることもある。

このように、時代とともに変遷してきた SRI に対し、新たに加えられた呼称が ESG 投資である。ESG 投資を殊更に SRI と区別して扱う必要はないが、以下の点において、従来の SRI の考えを一步発展させたものと言うことができよう。

まず、ESG 投資を提唱した PRI は世界の機関投資家に向けられたイニシアチブであり、機関投資家にとって、受益者の利益を追求すべき受託者責任と ESG 投資が両立する (少なくとも、受託者責任に反しない範囲で ESG を考慮することができる) ことを宣言した。また、「環境」「社会」「企業統治」の 3 領域を、投資にあたって考慮すべき主要な領域として、明確に示した。ESG の概念

が登場するまでは、EとSとGの問題は別個のものと考えられており、投資における考慮の必要性についてもそれぞれの問題に関心や利害関係を持つ投資家や支援団体が別々に取り組むのが通常であった。それが、ESG投資の名のもと、企業の価値や持続可能性を高めるための取組みとして共通性をもつものと認識されるようになり、領域間での相互理解や協働しての取組みが進む契機となったと考えられる。

## 2. 代表的な投資手法

ESG投資とは具体的にどのようなことをするのか。

世界各地域のESG投資推進団体の参加共同体であるGlobal Sustainable Investment Alliance（以下、GSIA）は、ESG投資を以下の7つの投資手法ないしアプローチに分けて定義している。（表1）

まず、上から3つは全てスクリーニングと

いう、SRI投資の当初から行われていた伝統的な投資手法である。ESGの観点から特定の企業やセクターを投資対象から除外するネガティブ・スクリーニングと、反対にESGの観点から基準を満たす企業やセクターに選択投資するポジティブ・スクリーニングがある。もう一つの規範スクリーニングは、国際規範に従わない企業を投資対象から除外するもので、ネガティブ・スクリーニングの亜種と考えてよいだろう。規範の例としては、国連グローバル・コンパクトや、ILO（国際労働機関）の国際労働条約、OECD（経済協力開発機構）のガイドラインなどがある。

次の2つ、インパクト投資とテーマ投資も、伝統的に行われてきた投資手法である。これらは、日本は勿論だがグローバルでも、個人向けの投資商品で用いられるケースがほとんどであるため、資産規模は非常に小さい。

これらの伝統的な投資手法に対して、残り

表1 ESGの投資手法の定義と投資手法別資産額（2012年12月末時点、単位：10億米ドル）

名称	定義	資産総額
ネガティブ・スクリーニング	ESG要件に基づき、特定のセクターや企業を投資ポートフォリオから除外	8,274
ポジティブ・スクリーニング	ESG評価の高いセクターや企業を選択して投資	1,013
規範スクリーニング	事業遂行上守られるべき国際的な規範（Norm）に従わない企業をポートフォリオから除外	3,038
インパクト投資	社会的・環境的な問題を解決していくための活動に対する投資	89
テーマ投資	社会の持続可能性に関するテーマ（クリーンエネルギーなど）や資産への投資	83
インテグレーション	トラディショナルな財務分析にESGの要素を明確かつ体系的に組みこむ	6,176
エンゲージメント・株主行動	投資先企業との直接対話や総会議案の提出、議決権行使などを、包括的なESGガイドラインに従って行うことにより、投資先企業の行動に影響を及ぼす行為	4,689

（注）複数の手法を併用している資産については重複してカウントしている。

（出所）2012 Global Sustainable Investment Review（Global Sustainable Investment Alliance）

の2つは比較的新しいESG投資手法である。

インテグレーションは、直訳すれば統合だが、これはESGと、それ以外の、主として財務分析を中心とした従来の企業評価方法を総合的に考慮して投資判断を行うことを意味する。ESGの側面だけではなく、他の評価方法も併せ考慮するという意味で、新しいESG投資と言える。

これまでの6つの投資手法においては、主として投資対象を選択する段階でESGを考慮していた。これに対し、最後のエンゲージメントと株主行動では、対象を選択し保有してからの、運用段階でESGを考慮する点に特徴がある。エンゲージメントとは、投資家が投資対象である企業と直接対話によって働きかけを行うことを意味し、日本版スチュワードシップ・コードの中でも投資家の責任として行うべきとされている。

これらの投資手法は単独で利用されることもあるが、同じ資産に対して複数の手法が併用されることも多い。併用の例としては、一定のネガティブ・スクリーニングを行った後、インテグレーションで投資対象を決定し、運用段階ではエンゲージメントや議決権行使を通して企業に働きかける、といったケースが考えられる。

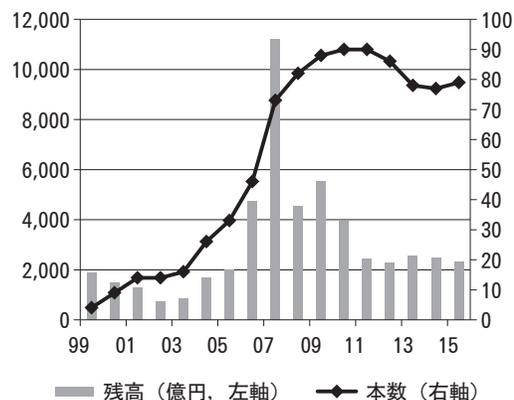
### Ⅲ. 国内 ESG 投資の「過去」

#### 1. SRI ファンド

1999年、日本国内で初のSRI型投資信託であるエコファンドが発売された。同年に設定された「日興エコファンド」や「損保ジャパン・グリーン・オープン（愛称「ぶなの森」）」は、現在も存続する代表的なSRI公募投信である。エコファンドとは、環境保全意識が高く、環境問題に積極的に取り組む企業の株式に投資する投資信託を意味する。従って、日本のESG投資は、まず環境（E）から始まったと言えよう。

公募SRI投信の純資産残高とファンド本数の推移については、NPO法人の日本サステナブル投資フォーラム（以下、JSIF）が、

図1 公募SRI投信の純資産残高とファンド本数推移



(出所) 2016年6月末現在の個人向け金融商品におけるサステナブル投資残高（日本サステナブル投資フォーラム公表）

四半期ごとに公表している。これによると、純資産残高は2007年に1兆円を超えたのがピークで、その後2011年にかけて急速に減少、その後は横ばいから微減の状況となっている。最新の2016年6月時点の残高は2,000億円強で、最盛期の約5分の1である。ファンド本数の推移は、2010年6月の94本が最多で、直近では77本に減少している。(図1)

## 2. 長い「機関投資家不在」の時代

### (1) GSIA レビュー

Ⅱ. 2. で紹介したGSIAは、2013年1月、世界各地のESG投資推進団体の協力を得て、初めて世界規模におけるESG投資の実態について発表した(Global Sustainable Investment Review 以下、GSIA レビュー、参考文献1)。

これによると、2012年末時点の世界全体

表2 地域別 ESG 資産額および各地域の総運用資産に対する ESG 資産の割合 (2012 年 12 月末時点)

地 域	ESG 投資 資産額 (10 億米ドル)	割 合
ヨーロッパ	8,758	49.0%
米国	3,740	11.2%
カナダ	589	20.2%
アフリカ	229	35.2%
オーストラリア & ニュージーランド	178	18.0%
アジア (除く日本)	64	2.9%
日本	10	0.2%

(出所) 2012 Global Sustainable Investment Review  
(Global Sustainable Investment Alliance)

のESG投資の総資産残高は13.6兆米ドル(うち、欧州8.8兆米ドル、米国3.7兆米ドル)であるのに対し、日本の残高は僅か100億米ドルであるという。(表2)この数値は、日本におけるESG投資の状況を示すものとして、その後、様々な機会に取り上げられた。

日本のESG投資は当時、運用資産額で本当にこれほど世界と差があったのか、そうであるとすれば何が原因だろうか。

GSIA レビューは、世界各地域のESG推進団体からの報告を取り纏めた結果を発表している。欧米の報告では年金基金等の大口機関投資家の運用についても直接調査して報告しているのに対し、JSIFが担当している日本の報告数値は、Ⅲ. 1. で紹介した公募SRI投信と、同じく四半期ごとに公表している個人向け社会貢献型債券の残高の合計値となっている。つまり、GSIAに報告されているESG投資は全て個人向けのものであり、機関投資家のESG投資については捕捉されていなかった、ということだ。

とは言え、国内機関投資家のESG投資額を考慮すれば2012年末時点の日本のESG運用資産額は大幅に増えたのかということ、そうは言えない事情があった。2012～13年の段階で、仮に大口の機関投資家にESG投資残高の報告を求めたとしても、十分な回答は期待できなかったであろう。JSIFは2013年、約2,000の国内年金基金にESG投資に

対する考えや対応状況についてのアンケートを実施した（参考文献2）が、このうち回答を寄せたのは47基金のみで、ESGなどの非財務情報を考慮した運用についての問い（Q7）で「すでに考慮して投資している」と回答しているのは43基金中7%、すなわち3基金に過ぎなかった。

こうした状況を考慮すれば、GSIAレビュー（2012年版）の調査時点では、国内機関投資家のESG投資は、ゼロではないにしても、年金をはじめとした膨大な機関投資家の運用資産額と比較すれば、微々たるものに過ぎなかったと推測される。

PRIが機関投資家に向けてESGを考慮した投資を呼びかけたのは2006年のことだったが、日本では2013年まで、ESG投資は、機関投資家の参加がほとんどない状況が続いてきた、と言えよう。

## (2) 欧米の機関投資家はなぜESG投資を導入したか

(1)で紹介したGSIAレビューに見るように、欧米では2012年の段階で機関投資家のESG投資導入例が多く報告されていたのに対し、日本国内の機関投資家は、一部の例外を除いてESG投資に消極的で、運用資産額の調査自体も困難な状況だった。この違いの原因はどこにあるのだろうか。

海外年金のESG投資については、財団法人年金シニアプラン総合研究機構が財団法人トラス60から委託を受けて調査した報告

がある（参考文献3）。これによると、海外年金投資家がESG投資を導入した主な動機は、大きく分けて二つに分かれる。一つは、受益者や世論からの強い圧力があった場合、もう一つは、ESG投資を促す法制度や政策が存在し、それに従った場合だ。

報告例のうち、フランスやオランダの年金基金のケースが前者にあたる。フランスでは、ESG（SRI）投資の導入時、年金は世代間扶助の賦課方式で運営されるべきとの考えが多数を占めており、積立方式での運営には労働組合からの抵抗が大きかった。そのため、積立方式での基金運営について、理事会メンバー中の労働組合代表者を説得する一手段として、ESGの導入が持ち出されたという。また、オランダでは2007年、年金基金がクラスター爆弾や地雷の製造に関わる企業に投資していることを報じるドキュメンタリー番組が放映され、世論が大いに問題視したという背景があった。

後者の例としては、イギリス、スウェーデン、米国（カリフォルニア州）の例が挙げられている。イギリスでは年金法改正により、投資先企業のESG状況への配慮について開示義務が生じた。スウェーデンでは、公的年金を運用するAP基金の根拠法に、倫理・環境を考慮した投資を行うことが規定されていた。また、米国（カリフォルニア州）では、州政府からの要請や、州法による年金基金への投資規制への対応から、ESG投資を導入

するに至ったという。

つまり、現在 ESG 投資を積極的に行っている欧米の年金投資家も、当初は専ら自発的に ESG 投資を始めたわけではなく、受益者や世論の意向、政府の要請や法制度といった、外的要因が導入の意思決定に影響していたと言えよう。

### (3) 国内で ESG 投資を動機づける外的要因はあったか

それでは、日本の場合、(2)に挙げたような、機関投資家に ESG 投資の導入を決定づける外的要因はあったのだろうか。

(2)のフランスに近い例としては、日本労働組合総連合会（以下、連合）が2010年12月に策定した「ワーカーズキャピタル責任投資ガイドライン」が挙げられよう。ワーカーズキャピタルとは、年金基金に代表される、労働者が拠出した、または労働者のために拠出された基金を意味する。本ガイドラインは、労働者（労働組合）に対し、ワーカーズキャピタルの所有者としての責任と権利を認識し、投資判断において ESG を考慮することをはじめとした責任投資の実現に向けた行動をとることを呼びかけた。年金の運用方針を決定する年金基金に直接呼びかけるものではないことや、日本の労働組合と年金基金の力関係といった事情もあり、フランスのケースのように年金基金の意思決定を左右するほどの影響は及ぼしていない。

イギリス、スウェーデン、米カリフォルニ

ア州のような、ESG 投資を促す法制度や政策はどうか。環境省は2010年に環境金融行動原則の策定を提言し、幅広い金融機関が参加した起草委員会での議論を経て、2011年に「持続可能な社会の形成に向けた金融行動原則（21世紀金融行動原則）」を公表した。原則の署名対象は各種金融機関で、7項目の行動原則と、業務別のガイドラインからなる。本原則の署名金融機関は、2016年7月末現在で247機関にのぼっているが、こちらもワーカーズキャピタル責任投資ガイドラインと同様、年金の運用方針を決定する年金基金に直接呼びかけるものではないため、年金運用への ESG 投資導入という点では、効果は限定されたものにとどまっていたようだ。

### (4) 運用成績への効果を証明できるか

このように、日本では ESG 投資を促す外的要因が欧米に比較して希薄である分、ESG 投資を導入するかどうかは投資家の判断に委ねられる部分が多い。年金をはじめとした機関投資家は、受託者責任との関係上、ESG 投資が運用成績にプラスに作用することについて確信を得ないと導入に踏み切れないのは当然かもしれない。

日本最大の公的年金基金である GPIF の資産運用に関しては、厚生労働省内で各種検討会、専門委員会を設けて討議されてきたが、その中で ESG 投資の採用の是非・方法が話題に上ることもしばしばあった。特に2009年11月から2010年12月にかけて行われた

GPIF の運営の在り方に関する検討会では ESG 投資について踏み込んだ議論が行われた。表 3 は、記録に残っている検討会メンバーによる質問・意見であるが、運用成績への影響を懸念する意見が目立つ。

表 3 GPIF の運営の在り方に関する検討会メンバーによる ESG 投資への質問・意見

質問・意見
ESG に配慮した場合に、パフォーマンスが良ければいいが、悪いことが確かだと分かった場合、どのように対処すべきか。いいことをやっているから、我慢して運用しなさいということが合意できるか。日本のデータを見ると、ESG に関して、企業財務に与える影響が短期的には利益を圧迫する格好になってしまっている。
ESG が重要であることは誰も異論がないと思うが、それと投資は必ずしも直接的にはつながらない。同じリターンで、CO2 排出量の異なる企業があるとして、排出量の少ない方の企業を投資先に選ぶと、値段が上がり、リターンが低くなる。そのとき、リターンが低くても投資するのか、どれだけ投資するかが問題。
(ESG 重視の企業のリターンが良いという説明に対し) アカデミックな研究結果は必ずしもそうではない。また、企業は CO2 の排出量を削減するために設備投資などのコストをかけるため、利益が圧縮され、環境コストは内部化される。ESG 投資は、ある意味では二重にコストを負担することにならないか。
現実の投資と矛盾することが多々想像されるので、国連や国連に準ずる国際機関、主要国の参加する条約などで打ち出した上で、各国の年金基金がそれに従うことにしてはどうか。各基金が自主的に取り組むという構造には無理があると思う。
ESG に配慮しない企業はいろいろなリスクをはらんでおり、持続可能性の問題もあるので、投資家として企業評価をする際のファクターとしては見逃せないが、そのことによって超過収益が得られるかどうかは難しい。
(ヒアリングの際言及のあった、「基金の一部を責任投資運用に回す」ことについて) 年金の中でも一部だけ責任投資運用に回すことは、アンバランスではないか。SRI ファンドはここ数年膨らんできており、そのようなときはパフォーマンスもよくなるため、評価する際に注意が必要。また、過剰にそのようなところにリスク資本が配分されると、資本市場を歪めるという、逆に反社会的な結果をもたらすことにならないか。

(出所) 厚生労働省「年金積立金管理運用独立行政法人の運営の在り方に関する検討会(第6回)」の議事要旨

ESG 投資が運用成績に及ぼす効果については、未だ機関投資家を納得させるだけの結論は出ていない状況だ。ESG 評価で投資ユニバースを狭めることが運用成績の悪化に繋がらないか、また、ESG 評価の高い企業が必ずしも投資価値も高いといえるか、少なくとも短期的には、企業の ESG の取組みが利益を圧迫し業績悪化の原因になる恐れがあるのではないか、といった疑問が持たれ続けている。国内外でアカデミックな実証研究も多く行われているが、対象とする地域や時点、計測期間等が様々であり、また ESG の評価方法や運用への考慮の方法も一貫していないため、比較判断が難しく、投資家に確信を持たせるまでに至っていない。

#### (5) 議決権行使はほぼ 100%実施

ところで、「ESG 投資の導入」と大段に構えると消極的になる日本の機関投資家も、ESG の要素を運用に一切考慮していなかったわけではない。機関投資家による投資先企業への働きかけ(投資先企業対策)は、日本では 1990 年代から、運用成績を確保し受託者責任を全うするために、徐々に重視されるようになってきた。特に議決権行使は、日本の年金基金の場合、自家運用を除いて運用機関を通して行使しているが、行使率は非常に高い。公的年金や企業年金連合会(以下、PFA)では議決権行使の(委託)方針や行使結果の公表も行っている。委託を受ける運用会社も、議決権行使について投資信託協会

への報告義務を負うほか、自社のホームページ等で議決権行使方針や行使結果を公表しているケースが多い。

「過去」の時点で行われていた議決権行使の方針は、専らガバナンス目的の場合がほとんどで、環境や社会に特別に配慮するという側面はほとんど見られなかったと推測される。これを ESG 投資の範疇に入れるかどうかはともかく、日本の機関投資家も、運用成績を確保し受託者責任を全うする上で有益と考えられる範囲で、ESG にあたる要素も考慮してきたと言えよう。

### 3. 企業の社会的責任（CSR）と ESG

2. では「過去」における国内機関投資家について述べてきたが、企業の ESG の取組みについても簡単に述べておきたい。

ESG を企業の側から見ると、株主を含めたステークホルダー（利害関係者）との関係で ESG に関する取組みを行い、またその情報を開示することを意味し、企業の社会的責任（Corporate Social Responsibility, 以下、CSR）の遂行と理解されている。情報開示の方法は、通常、年次の報告書や会社ホームページで行われることが多い。報告書は、かつては環境に焦点を絞った「環境報告書」が多く見られたが、最近では ESG の要素を全て含めた報告が一般的である。また、ESG の要素と財務報告を一つの報告書で行う、統合報告の例も増加している。

オランダに本拠地をもつ KPMG の国内メンバーファームである KPMG あずさサステナビリティ株式会社が 2010 年から毎年行っている日経平均株価構成企業を対象とする CSR 報告調査（「日本におけるサステナビリティ報告」参考文献 4）によると、2013 年時点で 225 社中 210 社が CSR 報告書を発行しており、そのうちの多くの報告書で、CSR 報告ガイドライン（国際 NGO の Global Reporting Initiative（以下、GRI）や日本の環境省が公表しているガイドライン）を利用して作成されている。このことから、報告内容においてもかなりの程度標準化が進んでおり、開示内容が充実していることが分かる。日経平均株価採用の大型株を対象とした調査であるから、中小型株にあたる企業の場合、開示度合いはこれより低いと思われるが、企業の CSR 開示が大きく進展してきたことは間違いのないだろう。

また、ESG との関連で、企業の CSR ホームページや報告書を見ていて目に止まるのは、Dow Jones Sustainability Index（以下、DJSI）や FTSE 4 Good Index（以下、FTSE 4G）といった代表的な ESG インデックスに採用された企業が、採用企業である旨を掲載している点だ。これは ESG インデックスに採用されていることを、自社の CSR の取組みが外部機関によって評価されている証左であるとして、ステークホルダーに対してアピールする趣旨であろう。このことから、

ESG インデックスへの採用を目指してCSRの取組みを行っている企業が少なからずあると推測され、ESG インデックスは企業に対し、CSRの取組みへのインセンティブを与えてきたと考えられる。

#### IV. 国内 ESG 投資の「現在」

##### 1. 日本再興と ESG

###### ～企業価値との出会い

###### (1) 危機的状況のなかで

ESG に対する、国内機関投資家の考えに変化が見られるようになったのは2014年からだ。その遠因となったのは、6、7年前から発生していた日本企業にとっての一連の逆風が相俟って、危機的状況と認識されるに至ったことだろう。すなわち、バブル経済の崩壊以来長く低成長の状態にあった日本企業が、2007年の米国のサブプライムローン問題に端を発する世界金融危機、2011年の東日本大震災、相次ぐ企業不祥事、そして新興国企業の台頭と日本企業の競争力の低下といった難局に直面し、日本企業の価値の回復・向上が急務になった。

第二次安倍内閣では、デフレからの脱却と日本経済の再生を目指して、2013年6月に新たな成長戦略である日本再興戦略を閣議決定した。日本再興戦略では企業の体質強化の方策の一つとして、コーポレート・ガバナンス改革を掲げたが、同時に株主である機関投資家も投資先企業に働きかけてその長期的価値創造に関与するという、インベストメントチェーン（投資を通じた価値の創造と還元の流れ）の構築を目指し、日本版スチュワードシップ・コードの検討も開始した。また、こ

れらと並行して、2013年7月に経済産業省内に伊藤邦雄一橋大学教授を座長とする『持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～』プロジェクトが設置された。

こうした一連の施策の中で、ESGについては表立って問題にされておらず、Gのコーポレート・ガバナンスが単独で取り上げられているだけのように見える。しかし2014年に入って公表された日本版スチュワードシップ・コードや伊藤レポート（上記『持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～』プロジェクトの最終報告書。参考文献5）の内容、そしてこれらに対する機関投資家の反応を見ると、今まで、ESG単独での投資成績に対する効果が論じられるような、言わば独り歩きしていたESGの概念が、企業価値の持続的創造・向上を可能とする要素の一つ、というように、企業価値と結びついて理解される傾向が出てきたことに注目を要する。

## (2) 日本版スチュワードシップ・コード

日本版スチュワードシップ・コードは、(1)で紹介した日本再興戦略を受け、金融庁に設置された「日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」で検討され、2014年2月に正式に制定・公表されたもので、幅広い機関投資家に向けてスチュワードシップ責任を果たすことを呼びかけている。

スチュワードシップ責任とは、機関投資家

が投資先企業に対し、「目的を持った対話（エンゲージメント）」などを通じて、当該企業の企業価値の向上や持続的成長を促すことにより、顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大を図る責任を意味する。日本版スチュワードシップ・コードではこのスチュワードシップ責任を、機関投資家が各々の置かれた状況に応じて、適切に果たすために、7つの原則を掲げ、各原則を適用する際の指針を掲載している。法的拘束力をもつ規範ではないが、同コードの趣旨に賛同しこれを受け入れる用意がある機関投資家に対して、「受入れ表明」をすることを期待している。受入れ表明を行った機関投資家のリストは金融庁のホームページに掲載され、随時更新される。

日本版スチュワードシップ・コードには、直接ESGという用語は使われていない。しかし、機関投資家は投資先企業の状況を的確に把握すべきとする原則3の指針3-3において、把握すべき内容は、投資先企業のガバナンスや、リスク（社会・環境問題に関するリスクを含む、と明示）への対応など、非財務面の事項を含むことが記されている。また、機関投資家の株主行動は議決権行使にとどまらないとして、ESG投資の手法としても重要視されているエンゲージメント（II 2. 参照）による企業への働きかけを推奨している点など、ESG投資を推進する施策としての一面も認められる。

ESG 投資を推進する施策として日本版スチュワードシップ・コードを見た場合、「過去」の箇所で紹介した「ワーカーズキャピタル責任投資ガイドライン」や「21 世紀金融行動原則」と異なるのは、本コードが賛同を呼びかける対象に、資産運用の方針決定権をもつ年金基金などのアセットオーナーが含まれていることだ。また、機関投資家がスチュワードシップ責任を果たすべき根拠として、「企業価値の向上や持続的成長を促す」ことが投資リターンの拡大に繋がるという認識を示した。

日本版スチュワードシップ・コードに対する機関投資家の反応は早く、2014 年 5 月末の段階で、既に 127 の機関投資家が同コードの受入れを表明した。その中には、投信・投資顧問会社や信託銀行に加え、GPIFをはじめとした公的年金、生命保険や損害保険といったアセットオーナーも多く参加していた。2016 年 8 月末時点の金融庁の公表リストによれば、受け入れを表明した機関投資家は 212 機関に増加している。

### (3) 伊藤レポート

2014 年 8 月 6 日に公表された伊藤レポートは、金融危機以降、国際的に議論されている投資家や企業のショートターミズム（短期主義）の問題や、企業と投資家の対話（エンゲージメント）の課題、企業開示・報告のあり方等について、日本の状況に基づいて分析・検討し、企業と投資家の双方に向けて問

題克服のための提言を行っている。

伊藤レポートの提言内容の中では、8%以上の ROE、といった明確な財務面の水準も示されているが、こうした成果の源となるのは、企業及び企業を長期投資によって後押しする投資家の「協創（協調）」によって実現される持続的な企業価値の創造である、としている。この企業価値の創造には、ESG をはじめとした非財務情報も関与しうするため、非財務情報を含めた中長期的な情報開示や、非財務情報を論点とした対話・エンゲージメントについても提言・推奨している。

## 2. GPIF の PRI 署名とその影響

### (1) PRI 署名までの経緯

GPIF は 2014 年 5 月に日本版スチュワードシップ・コードの受入れを表明し、「スチュワードシップ責任を果たすための方針」を公表した。この「方針」の中で、GPIF は、日本版スチュワードシップ・コードにおける「資産保有者としての機関投資家」として、運用受託機関と協力してスチュワードシップ責任を果たす考えを示した。すなわち、投資先企業に対するエンゲージメントなど受託機関が行うものは、GPIF はその実施状況をヒアリングによって把握し、各年度の実施状況の概要を公表する。また、こうしたヒアリングを通じ、スチュワードシップ責任に関する知見を蓄積し、被保険者のために中長期的な投資リターンの拡大を図る上で、より適切な

スチュワードシップ責任の在り方を検討し、必要に応じて方針の見直しを実施するとした。

その後、「スチュワードシップ責任及び ESG 投資のあり方についての調査研究業務」について企画競争を行い、2014 年 10 月に、MSCI Inc.、株式会社 QUICK、新日本有限責任監査法人の 3 機関に本調査研究を委託した。

翌 2015 年は、4 月に、厚生労働大臣が定める GPIF の業務運営に関する中期目標と、この目標を達成するために GPIF が策定した中期計画が公表されたが、その双方に、株式運用で ESG 投資を検討する旨の記述が加えられた。

その後、GPIF は 2015 年 9 月 28 日付のプレスリリースで、PRI の署名機関となった旨を公表した。海外に向けては、9 月 27 日、安倍首相がニューヨークで行われていた国連サミットのスピーチの中で、GPIF の PRI 署名について言及した。

## (2) ESG に関する基本方針

PRI 署名についての GPIF のプレスリリースには、別紙として ESG の取組みに係る基本方針が添付されている。ここでは、GPIF の ESG に対する考えと、その考えに基づき、ESG の取組みとして何をするのか掲載されている。

GPIF の ESG に対する考えは、次のように段階的に説明されている。まず、「①年金

積立金の運用においては、被保険者のために中長期的な投資リターンの拡大を図ることが適切である」、という考えが初めにあり、「②中長期的な投資リターンの拡大を図るには、その基礎となる、企業価値の向上や持続的成長を促す必要がある」という考えがこれに続く。最後に「③投資先企業における ESG を適切に考慮することは、企業価値の向上や持続的成長に資する」という考えが示されている。

ESG の取組みについては、スチュワードシップ責任を果たす一環として ESG への取組みを強めることとし、具体的には、①運用受託機関が行っている投資先企業へのエンゲージメント活動の中での ESG の考慮と、② PRI への署名が挙げられている。また、③ ESG を考慮したスマートベータやアクティブ運用といった、エンゲージメント以外で ESG を考慮することについては、「超過収益が獲得できるとの期待を裏付ける十分な根拠を得ることを前提に取り組む」とし、即時実施はしないものの、将来採用する可能性があること示唆している。

## (3) 影響

GPIF が PRI に署名したことで、日本の他の機関投資家にどのような影響があったのだろうか。

PRI 署名機関の数の面では、GPIF が署名した後、アセットオーナーは 7 機関から 11 機関に、運用機関は 22 機関から 28 機関に増

加した（2016年8月末現在）。

ESGの取組みに関しては、運用機関による投資先企業へのエンゲージメントでESGの課題を取り入れる動きが広がった。GPIFの委託運用を行う運用機関や、新たに受託を狙う運用機関にとっては、エンゲージメントでESGを考慮することが必須となったためだ。

また、エンゲージメント以外でも、アクティブ運用で企業を評価する際、ESGの側面を考慮するケースが増えてきた。ESGに特化しているわけではない一般的な運用会社でも、ESG評価のための専門部署や子会社を設けたり、企業アナリストがESG評価についてもノウハウを蓄積したり、外部のESG評価情報を購入して分析したり、といったESG投資対策を行うケースが出てきた。

なお、「過去」について述べたⅢ. 2.(1)の箇所、「2012～13年の段階で、仮に大口の機関投資家にESG投資残高の報告を求めたとしても、十分な回答は期待できなかったであろう」と述べたが、2015年には、JSIFと日興リサーチセンター株式会社（以下、日興）が、それぞれ日本のESG投資残高調査を実施した。こうした調査が行われるようになったこと自体、ESG投資が市民権を得だした表れと見ることもできよう。

JSIFの調査は、2015年の11月から12月にかけて、アセットオーナーと運用機関の両方を含む、日本の機関投資家59機関にアン

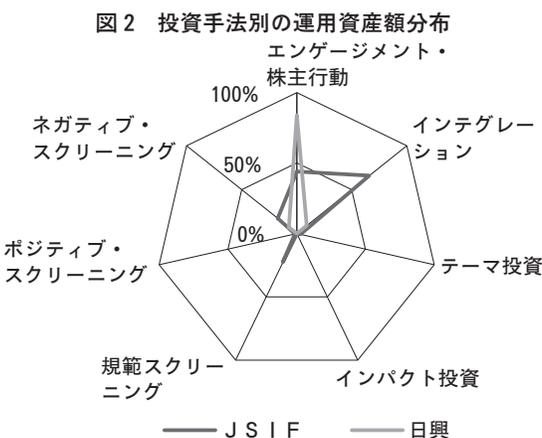
ケートし、うち28機関から回答を得た。2015年10月に実施された日興の調査は、PRIに署名済みの日本の運用機関が対象で、15社から回答を得た。いずれの調査でも、ESG投資の総資産額と、Ⅱ. 2. で紹介した7つの投資手法ごとの投資資産額を調査・報告している。（表4、図2）

回答機関数が少ない日興の調査の方がESG投資の総資産額が大きく、また、投資手法別の資産額の分布も異なっているが、こ

表4 JSIFと日興の調査の概要

	JSIF	日興
調査対象	アセットオーナーと運用機関を含む	運用機関のみ
有効回答数	28 (59機関中)	15 (18機関中)
ESG投資資産規模	26.7兆円	46.0兆円

(出所) JSIFの調査については、日本サステナブル投資白書(2016, JSIF)、日興の調査については、日興リサーチレビュー「日本におけるESG投資の規模」(2016, 曾我昂平)



(出所) 表4に同じ。  
(注) ESG投資資産総額に対する各投資手法における報告額の割合を示したもの。複数の手法を併用している資産については重複して集計している。

これは回答している投資家の資産規模の違いや、質問方法の違いによって投資家の申告内容に差異が出たためであろう。一方、両調査の結果に共通しているのは、エンゲージメント・株主行動の割合が大きい点、GSIA レビューが示すグローバルな傾向と比較してネガティブ・スクリーニングや規範スクリーニングが少ない点、ポジティブ・スクリーニングがごく僅かにとどまっている点などが挙げられる。

## V. 国内 ESG 投資の「未来」

### 1. 気候変動問題

気候変動問題とは、企業の事業活動や、企業が提供する製品・サービスを消費者が利用することによって、CO<sub>2</sub>をはじめとした温室効果ガス（以下、CO<sub>2</sub>等）が排出され、地球の温度を上昇させ環境に負荷を与えることを意味する。環境 NPO や政府、国際機関等がかなり前から警鐘を鳴らし続けていたが、2015 年 12 月に気候変動枠組条約第 21 回締約国会議（COP 21）でパリ協定が採択されたことで、企業や投資家にとっての深刻性や緊急性が大幅に増した。

パリ協定は、産業革命前からの気温上昇を 2 度未満に抑えることを世界共通の長期目標として掲げ、さらに努力目標としては 1.5 度以内を目指すものとしている。パリ協定の発効には、批准参加国数や参加国の CO<sub>2</sub> 等の排出量といった条件がある。今年（2016 年）5 月の伊勢志摩首脳宣言に「2016 年中の発効」という目標が明記されるなど、早期発効に向けた動きがあったが、2016 年 9 月 3 日、米中両政府がパリ協定に批准し、発効に向けていよいよ加速がかかったところだ。

パリ協定の参加各国は、CO<sub>2</sub> 等の排出量削減目標を策定して提出すること、およびその達成のための国内対策をとることが義務付

けられている。また、削減目標は5年毎に見直すことになっており、見直しによって従前の目標より前進させることが求められている。こうしたパリ協定の目標達成に向けた国の取組みによって、企業の事業活動、さらには投資家の投資方針にも影響が及ぶと考えられる。

気候変動問題に関連して目下最も注目されているのは、エネルギー産業だ。地球の気温上昇を抑制するためにはCO<sub>2</sub>等の排出量を制限する必要があるから、現在エネルギー会社が資産として計上している埋蔵化石燃料の全てを燃焼して活用することができなくなる(従って減損の対象になる)、といった指摘が環境NPO等からなされている。こうしたリスクを重視し、大手海外投資家の中には化石燃料依存度の高い企業の株式等から投資を引き上げるケースもある。一方、エネルギー会社の側でも、再生可能エネルギーの拡大などの温暖化対策を講じることで、投資を維持しようとする動きが見られる。

エネルギー産業以外でも、CO<sub>2</sub>等の排出量は、あらゆる業種で問題になりうる。運輸・物流での燃料消費や製品製造過程での排出の他、オフィスや商業施設等で電気を購入して消費することも、発電時に排出されるCO<sub>2</sub>等の間接的な排出といえるからだ。気候変動への負荷が大きければ企業のイメージが悪化するし、将来、炭素税の導入などで不利益をこうむるおそれがある。今後、気候変

動問題にどのように対処するかが、企業が持続的に成長を続けられるかを左右し、投資家の側では、ポートフォリオの気候変動リスクをコントロールすることが重要、ということになるだろう。

## 2. インデックス投資の可能性と課題

特定のインデックスに連動した運用という点、TOPIXなどの市場ベンチマークに追随して運用する、伝統的なパッシブ運用が代表的なものとしてまず思い浮かぶが、インデックス運用の連動対象は市場ベンチマーク指数に限定されない。ESG投資の方法の一つとして、ESGインデックスに連動した運用も考えられる。

インデックス運用では、ファンドマネージャーの判断で銘柄選別やウエイト決定を行う代わりにインデックスのルールに基づいて運用するため、柔軟性には欠ける一方、アクティブ運用より容易に導入できる場合が多い。ESG投資についても、アクティブ運用では運用者が企業のESG情報を収集し、分析するノウハウを得る必要があり、それに費やすコストや時間の問題が、導入のハードルを高くしている面がある。インデックスによるESG投資であれば、運用のためのコストや人材に制約がある投資家にもESG投資のすそ野が広がる可能性がある。

しかし、実際には「現在」のところ、インデックスを用いたESG投資は、日本国内は

もちろん、従来から ESG 投資の盛んな欧米でもごく限定的にしか行われておらず、「未来」に向けて残された課題となっている。

国内でも比較的知名度のある DJSI や FTSE4G といった代表的な ESG インデックスは、ESG の観点から評価の高い企業を選択しているため、これらを用いた運用は、ESG 投資の投資手法の分類ではポジティブ・スクリーニングになる。投資手法別の ESG 投資資産残高について、グローバル及び国内の調査結果を紹介したが、いずれもポジティブ・スクリーニングによる投資資産額はごく僅かであった。ポジティブ・スクリーニングの報告資産額にはアクティブ運用による資産も含まれているはずであるから、インデックス投資のみに絞れば、運用資産額はさらに小さくなるはずだ。

しかし、こうした「現在」の状況が未来永劫続くとは限らない。PRI は、今年 1 月に署名済みアセットオーナーをメンバーとする諮問委員会（Asset Owner Advisory Committee）を創設し、その主たるミッションの一つを、パッシブ運用・インデックス運用への ESG の要素の取り込みに関する提言とした。本委員会の日本からのメンバーとなった GPIF は、7 月に、国内株式を対象とした ESG インデックスの公募を開始した。

典型的な ESG インデックスに連動させた運用では、ESG 以外の要素を考慮できないことが、機関投資家にインデックス運用を躊躇

させる一因になっているとも考えられる。しかし、いわゆるスマートベータ・インデックスに見られるように、指数構成ルールに複数のファクターを反映させることは可能であり、ESG インデックスにおいても、他のファクターを併せ考慮する試みは始まっている。こうした試みが功を奏せば、近い将来、インデックスによる ESG 投資が一般化することも考えられる。

## VI. おわりに

国内機関投資家の ESG 投資に対する姿勢の変遷を見てくると、ESG が企業価値と結びつけて考えられるようになったことが、最大の転機になったという印象を受ける。かつては ESG が単体で運用に与える影響が議論されたが、パフォーマンスにプラスに働くとする確信を広く機関投資家一般に与えるまでには至らなかった。しかし、ESG が企業価値と結びつき、企業価値の持続的創造・向上を可能にする要素のひとつとして認識されるようになったことで、投資判断に ESG の要素を考慮することが必要かつ有益であると、多くの機関投資家が納得しうるだけの説得力が生まれた。その転換の前後を、本稿では「過去」と「現在」に分けて説明した。

キーワードとなっている「企業価値」の意味については、様々な考え方がある。株主価値として捉える場合、通常、株式時価総額や将来のフリーキャッシュフローの割引現在価値を意味するが、より広く、株主を含めた様々なステークホルダーにとっての価値の総和と捉える考え方もある。いずれの考え方をとるにしても、投資家にとって重要なのは現在の企業価値が高いか低いかではなく、将来に向けて継続的に価値を高めていけるかどうかであろう。そうした継続的な価値創造プロセスに影響を与える要素として ESG を位置

づけ、考慮することが、機関投資家にとって望ましい ESG 投資として受け入れられつつあるのではないだろうか。

こうした傾向は「未来」においても続いていくものと予想される。本稿の「未来」の最後でインデックス投資についても触れたが、インデックスの構成上も、企業価値の持続的成長を目指す一環として ESG を位置づけることが、インデックスによる ESG 投資を広げる鍵になるかもしれない。

## 《参考文献》

1. 「Global Sustainable Investment Review」  
(2012年版及び2014年版) Global Sustainable  
Investment Alliance
2. 「日本の年金とESG投資, 2013 JSIF 調査より」  
NPO 法人日本サステナブル投資フォーラム
3. 「海外年金基金のESGファクターへの取り組み  
に関する調査研究」(平成21年度 財団法人トラ  
スト60委託研究) 財団法人 年金シニアプラン総合  
研究機構 (2010)
4. 「日本におけるサステナビリティ報告」(2013年  
版～2015年版) KPMG あずさサステナビリティ
5. 「持続的成長への競争力とインセンティブ～企  
業と投資家の望ましい関係構築～」プロジェクト  
(伊藤レポート) 最終報告書 (2014)
6. 「国内ESG投資の現状と普及に向けての展望 -  
機関投資家の株主行動とESG」山本雅子 (2014)  
野村リサーチレポート

## ディスクレイマー

本資料は表紙に記載されている野村グループの関連会社により作成されたもので、表紙などに従業員やその協力者が記載されている1社あるいは複数の野村グループの関連会社によって単独あるいは共同で作成された資料が含まれます。ここで使用する「野村グループ」は、野村ホールディングス、およびその関連会社と子会社を指し、また、日本の野村證券(「NSC」)、英国のノムラ・インターナショナル plc (「Nlplc」)、米国のノムラ・セキュリティーズ・インターナショナル・インク (「NSI」)、インスティテット LLC (「ILLC」)、香港の野村国際(香港) (「NIHK」)、韓国のノムラ・フィナンシャル・インベストメント(韓国) (「NFIK」) (韓国金融投資協会(「KOFIA」)に登録しているアナリストの情報は KOFIA のイントラネット <http://dis.kofia.or.kr> でご覧いただけます)、シンガポールのノムラ・シンガポール・リミテッド (「NSL」) (登録番号 197201440E、シンガポール金融監督局に監督下にあります)、オーストラリアのノムラ・オーストラリア・リミテッド (「NAL」) (ABN 48 003 032 513) (オーストラリアのライセンス番号 246412、オーストラリア証券投資委員会(「ASIC」)の監督下にあります)、インドネシアの P.T.ノムラ・セキュリティタス・インドネシア (「PTNSI」)、マレーシアのノムラ・セキュリティーズ・マレーシア Sdn. Bhd. (「NSM」)、台湾の NIHK 台北支店 (「NITB」)、インドのノムラ・フィナンシャル・アドバイザリー・アンド・セキュリティーズ (インド) プライベート・リミテッド (「NFASL」)、(登録住所: Ceejay House, Level 11, Plot F, Shivsagar Estate, Dr. Annie Besant Road, Worli, Mumbai- 400 018, India; 電話: +91 22 4037 4037、ファックス: +91 22 4037 4111; CIN 番号: U74140MH2007PTC169116、SEBI 登録番号(株式ブローカレッジ): BSE INB011299030、NSE INB231299034、INF231299034、INE 231299034、MCX: INE261299034、SEBI 登録番号(マーチャントバンキング): INM000011419、SEBI 登録番号(リサーチ): INH000001014)、スペインの Nlplc マドリッド支店 (「Nlplc, Madrid」)が含まれます。リサーチ・レポートの表紙のアナリスト名の横に記載された「CNS タイランド」の記載は、タイのキャピタル・ノムラ・セキュリティーズ・パブリック・カンパニー・リミテッド (「CNS」)に雇用された当該アナリストが、CNS 及び NSL 間のアグリーメントに基づき、NSL にリサーチ・アシスタントのサービスを行っていることを示しています。リサーチ・レポートの表紙の従業員氏名の横に記載された「NSFSPL」は、ノムラ・ストラクチャード・ファイナンス・サービスズ・プライベート・リミテッドに雇用された当該従業員が、インターカンパニー・アグリーメントに基づき、特定の野村の関連会社のサポートを行っていることを示しています。リサーチ・レポートの表紙のアナリスト名の横に記載された「BDO-NS」(「BDO ノムラ・セキュリティーズ・インク」を表します)の記載は、BDO ユニバンク・インク(「BDO ユニバンク」)に雇用され BDO-NS に配属された当該アナリストが、BDO ユニバンク、NSL 及び BDO-NS 間のアグリーメントに基づき、NSL にリサーチ・アシスタントのサービスを行っていることを示しています。BDO-NS は BDO ユニバンクと野村グループのジョイント・ベンチャーで、フィリピンの証券ディーラーです。

本資料は、(i)お客様自身のための情報であり、投資勧誘を目的としたものではなく、(ii)証券の売却の申込みあるいは証券購入の勧誘が認められていない地域における当該行為を意図しておらず、かつ(iii)野村グループに関するディスクロージャー以外は、信頼できると判断されるが野村グループによる独自の確認は行っていない情報源に基づいております。

野村グループに関するディスクロージャー以外は、野村グループは、本資料の正確性、完全性、信頼性、適切性、特定の目的に対する適性、譲渡可能性を表明あるいは保証いたしません。また、本資料および関連データの利用の結果として行われた行為(あるいは行われないという判断)に対する責任を負いません。これにより、野村グループによる全ての保証とその他の言質は許容可能な最大の範囲まで免除されます。野村グループは本情報の利用、誤用あるいは配布に対して一切の責任を負いません。

本資料中の意見または推定値は本資料に記載されている発行日におけるものであり、本資料中の意見および推定値を含め、情報は予告なく変わることがあります。野村グループは本資料を更新する義務を負いません。本資料中の論評または見解は執筆者のものであり、野村グループ内の他の関係者の見解と一致しない場合があります。お客様は本資料中の助言または推奨が各自の個別の状況に適しているかどうかを検討する必要があります。また、必要に応じて、税務を含め、専門家の助言を仰ぐことをお勧めいたします。野村グループは税務に関する助言を提供していません。

野村グループ、その執行役、取締役、従業員は、関連法令、規則で認められている範囲内で、本資料中で言及している発行体の証券、商品、金融商品、またはそれらから派生したオプションやその他のデリバティブ商品、および証券について、自己勘定、委託、その他の形態による取引、買持ち、売持ち、あるいは売買を行う場合があります。また、野村グループ会社は発行体の金融商品の(英国の適用される規則の意味する範囲での)マーケットメーカーあるいはリクイディティ・プロバイダーを務める場合があります。マーケットメーカー活動が米国あるいはその他の地域における諸法令および諸規則に明記された定義に従って行われる場合、発行体の開示資料においてその旨が別途開示されます。

本資料はスタンダード・アンド・プアーズなどの格付け機関による信用格付けを含め、第三者から得た情報を含む場合があります。当該第三者の書面による事前の許可がない限り、第三者が関わる内容の複製および配布は形態の如何に関わらず禁止されております。第三者である情報提供者は格付けを含め、いずれの情報も正確性、完全性、適時性あるいは利用可能性を保証しておらず、原因が何であれ、(不注意あるいは他の理由による)誤りあるいは削除、または当該内容の利用に起因する結果に対する一切の責任を負いません。第三者である情報提供者は、譲渡可能性あるいは特定の目的または利用への適性の保証を含め(ただしこれに限定されない)、明示的あるいは暗黙の保証を行っていません。第三者である情報提供者は格付けを含め、提供した情報の利用に関連する直接的、間接的、偶発的、懲罰的、補償的、罰則的、特別あるいは派生的な損害、費用、経費、弁護士料、損失コスト、費用(損失収入または利益、機会コストを含む)に対する責任を負いません。信用格付けは意見の表明であり、事実または証券の購入、保有、売却の推奨を表明するものではありません。格付けは証券の適合性あるいは投資目的に対する証券の適合性を扱うものではなく、投資に関する助言として利用することはお控えください。

本資料中に含まれる MSCI から得た情報は MSCI Inc.(「MSCI」)の独占的財産です。MSCI による事前の書面での許可がない限り、当該情報および他の MSCI の知的財産の複製、再配布あるいは指数などのいかなる金融商品の作成における利用は認められません。当該情報は現状の形で提供されております。利用者は当該情報の利用に関わるすべてのリスクを負います。これにより、MSCI、その関連会社または当該情報の計算あるいは編集に関与あるいは関係する第三者は当該情報のすべての部分について、独創性、正確性、完全性、譲渡可能性、特定の目的に対する適性に関する保証を明確に放棄いたします。前述の内容に限定することなく、MSCI、その関連会社、または当該情報の計算あるいは編集に関与あるいは関係する第三者はいかなる種類の損失に対する責任をいかなる場合にも一切負いません。MSCI および MSCI 指数は MSCI およびその関連会社のサービス商標です。

Russell/Nomura 日本株インデックスの知的財産権およびその他一切の権利は野村証券株式会社および Frank Russell Company に帰属します。なお、野村証券株式会社および Frank Russell Company は、当インデックスの正確性、完全性、信頼性、有用性、市場性、商品性および適合性を保証するものではなく、インデックスの利用者およびその関連会社が当インデックスを用いて行う事業活動・サービスに関し一切責任を負いません。

本資料は投資家のお客様にとって投資判断を下す際の諸要素のうちの一つにすぎないとお考え下さい。また、本資料は、直接・間接を問わず、投資判断に伴う全てのリスクについて検証あるいは提示しているのではないことをご了解ください。野村グループは、ファンダメンタル分析、定量分析等、異なるタイ

本の数々のリサーチ商品を提供しております。また、時間軸の捉え方や分析方法の違い等の理由により、リサーチのタイプによって推奨が異なる場合があります。野村グループは野村グループのポータル・サイト上へのリサーチ商品の掲載および/あるいはお客様への直接的な配布を含め、様々な方法によってリサーチ商品を発表しております。調査部門が個々のお客様の要望に応じて提供する商品およびサービスはお客様の属性によって異なる場合があります。

当レポートに記載されている数値は過去のパフォーマンスあるいは過去のパフォーマンスに基づくシミュレーションに言及したものである場合があります。将来のパフォーマンスを示唆するものとして信頼できるものではありません。情報に将来のパフォーマンスに関する示唆が含まれている場合、係る予想は将来のパフォーマンスを示唆するものとして必ずしも信頼できるものではありません。また、シミュレーションはモデルと想定した簡略化に基づいて行われており、想定が過度に簡略化され、将来のリターン分布を反映していない場合があります。本資料で説明のために作成・発行された数値、投資戦略、インデックスは、EU 金融ベンチマーク規制が定義するベンチマークとしての使用を意図したものではありません。

特定の証券は、その価値または価格、あるいはそこから得られる収益に悪影響を及ぼし得る為替相場変動の影響を受ける場合があります。

金融市場関連のリサーチについて：アナリストによるトレード推奨については、以下の2通りに分類されます；戦術的(tactical)トレード推奨は、向こう3ヶ月程度の見通しに基づいています；戦略的(strategic)トレード推奨は、向こう6ヶ月から12ヶ月の見通しに基づいています。これら推奨トレードについては、経済・市場環境の変化に応じて、適宜見直しの対象となります。また、ストップ・ロスが明記されたトレードについては、その水準を超えた時点で推奨の対象から自動的に外れます。トレード推奨に明記される金利水準や証券のプライスについては、リサーチ・レポートの発行に際してアナリストから提出された時点の、ブルームバーク、ロイター、野村のいずれかによる気配値であり、その時点で、実際に取引が可能な水準であるとは限りません。

本資料に記載された証券は米国の1933年証券法に基づく登録が行われていない場合があります。係る場合、1933年証券法に基づく登録が行われる、あるいは当該登録義務が免除されていない限り、米国内で、または米国人を対象とする購入申込みあるいは売却はできません。準拠法が他の方法を認めていない限り、いかなる取引もお客様の地域にある野村の関連会社を通じて行う必要があります。

本資料は、Nipicにより英国および欧州経済領域内において投資リサーチとして配布することを認められたものです。Nipicは、英国のブルーデンス規制機構によって認可され、英国の金融行為監督機構とブルーデンス規制機構の規制を受けています。Nipicはロンドン証券取引所会員です。本資料は、英国の適用される規則の意味する範囲での個人的な推奨を成すものではなく、あるいは個々の投資家の特定の投資目的、財務状況、ニーズを勘案したものではありません。本資料は、英国の適用される規則の目的のために「適格カウンターパーティー」あるいは「専門的顧客」である投資家のみを対象にしたもので、したがって、当該目的のために「個人顧客」である者への再配布は認められておりません。本資料は、香港証券先物委員会の監督下にあるNIHKによって、香港での配布が認められたものです。本資料は、オーストラリアでASICの監督下にあるNALによってオーストラリアでの配布が認められたものです。また、本資料はNSMによってマレーシアでの配布が認められています。シンガポールにおいては、本資料はNSLにより配布されました。NSLは、証券先物法(第289条)で定義されることのある認定投資家、専門的投資家もしくは機関投資家ではない者に配布する場合、海外関連会社によって発行された証券、先物および為替に関わる本資料の内容について、法律上の責任を負います。シンガポールにて本資料の配布を受けたお客様は本資料から発生した、もしくは関連する事柄につきましてはNSLにお問い合わせください。本資料は米国においては1933年証券法のレギュレーションSの条項で禁止されていない限り、米国登録ブローカー・ディーラーであるNSIにより配布されます。NSIは1934年証券取引所法規則15a-6に従い、その内容に対する責任を負っております。本資料を作成した会社は、野村グループ内の関連会社が、顧客が入手可能な複製を作成することを許可しています。

野村サウジアラビア、Nipic、あるいは他の野村グループ関連会社はサウジアラビア王国(「サウジアラビア」)での(資本市場庁が定めるところの、)「オーソライズド・パーソンズ」、「エグゼンプト・パーソンズ」、または「インスティテューションズ」以外の者への本資料の配布、アラブ首長国連邦(「UAE」)においては、(ドバイ金融サービス機構が定めるところの、)「専門的顧客」以外の者への配布、また、カタール国の(カタール金融センター規制機構が定めるところの、)「マーケット・カウンターパーティー」、または「ビジネス・カスタマーズ」以外の者への配布を認めておりません。サウジアラビアにおいては、「オーソライズド・パーソンズ」、「エグゼンプト・パーソンズ」、または「インスティテューションズ」以外の者、UAEの「専門的顧客」以外の者、あるいはカタールの「マーケット・カウンターパーティー」、または「ビジネス・カスタマーズ」以外の者を対象に本資料ならびにそのいかなる複製の作成、配信、配布を行うことは直接・間接を問わず、係る権限を持つ者以外が行うことはできません。本資料を受け取ることは、サウジアラビアに居住しないか、または「オーソライズド・パーソンズ」、「エグゼンプト・パーソンズ」、または「インスティテューションズ」であることを意味し、UAEにおいては「専門的顧客」、カタールにおいては「マーケット・カウンターパーティー」、または「ビジネス・カスタマーズ」であることの表明であり、この規定の順守に同意することを意味いたします。この規定に従わないと、サウジアラビア、UAE、あるいはカタールの法律に違反する行為となる場合があります。

カナダ投資家へのお知らせ：本資料は個人的な推奨ではありません。また投資目的、財務状況、あるいは特定の個人または口座の特定のニーズを考慮したものではありません。本資料はオンタリオ証券委員会のNI 31-103のセクション8.25に基づいてお客様へ提供されています。

台湾上場企業に関するレポートおよび台湾所属アナリスト作成のレポートについて：本資料は参考情報の提供だけを目的としています。お客様ご自身で投資リスクを独自に評価し、投資判断に単独で責任を負っていただく必要があります。本資料のいかなる部分についても、野村グループから事前に書面で承認を得ることなく、報道機関あるいはその他の誰であっても複製あるいは引用することを禁じます。「Operational Regulations Governing Securities Firms Recommending Trades in Securities to Customer」及びまたはその他の台湾の法令・規則に基づき、お客様が本資料を関係者、関係会社およびその他の第三者を含む他者へ提供すること、あるいは本資料を用いて利益相反があるかもしれない活動に従事することを禁じます。NIHK台湾支店が執行できない証券または商品に関する情報は、情報の提供だけを目的としたものであり、投資の推奨または勧誘を意図したものではありません。

本資料のいかなる部分についても、野村グループ会社から事前に書面で同意を得ることなく、(i)その形態あるいは方法の如何にかかわらず複製する、あるいは(ii)配布することを禁じます。本資料が、電子メール等によって電子的に配布された場合には、情報の傍受、変造、紛失、破壊、あるいは遅延もしくは不完全な状態での受信、またはウィルスへの感染の可能性があることから、安全あるいは誤りがない旨の保証は致しかねます。従いまして、送信者は電子的に送信したために発生する可能性のある本資料の内容の誤りあるいは欠落に対する責任を負いません。確認を必要とされる場合には、印刷された文書をご請求下さい。

## 日本で求められるディスクレイマー

レポート本文中の格付記号の前に※印のある格付けは、金融商品取引法に基づく信用格付業者以外の格付業者が付与した格付け(無登録格付け)です。無登録格付けについては「無登録格付に関する説明書」<https://www.nomura.co.jp/retail/bond/noregistered.html> をご参照ください。

当社で取り扱う商品等へのご投資には、各商品等に所定の手数料等(国内株式取引の場合は約定代金に対して最大 1.404%(税込み)(20 万円以下の場合)、2,808 円(税込み))の売買手数料、投資信託の場合は銘柄ごとに設定された購入時手数料(換金時手数料)および運用管理費用(信託報酬)等の諸経費、等)をご負担いただく場合があります。また、各商品等には価格の変動等による損失が生じるおそれがあります。商品ごとに手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面、上場有価証券等書面、目論見書、等をよくお読みください。

国内株式(国内 REIT、国内 ETF、国内 ETN を含む)の売買取引には、約定代金に対し最大 1.404%(税込み)(20 万円以下の場合)は 2,808 円(税込み)の売買手数料をいただきます。国内株式を相対取引(募集等を含む)によりご購入いただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。ただし、相対取引による売買においても、お客様との合意に基づき、別途手数料をいただくことがあります。国内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。国内 REIT は運用する不動産の価格や収益力の変動により損失が生じるおそれがあります。国内 ETF は連動する指数等の変動により損失が生じるおそれがあります。

外国株式の売買取引には、売買金額(現地約定金額に現地手数料と税金等を買の場合には加え、売の場合には差し引いた額)に対し最大 1.026%(税込み)(売買代金が 75 万円以下の場合)は最大 7,668 円(税込み)の国内売買手数料をいただきます。外国の金融商品市場での現地手数料や税金等は国や地域により異なります。外国株式を相対取引(募集等を含む)によりご購入いただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。ただし、相対取引による売買においても、お客様との合意に基づき、別途手数料をいただくことがあります。外国株式は株価の変動および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。

信用取引には、売買手数料(約定代金に対し最大 1.404%(税込み)(20 万円以下の場合)は 2,808 円(税込み))、管理費および権利処理手数料をいただきます。加えて、買付の場合、買付代金に対する金利を、売付の場合、売付け株券等に対する貸株料および品賃料をいただきます。委託保証金は、売買代金の 30%以上(オンライン信用取引の場合、売買代金の 33%以上)で、かつ 30 万円以上の額が必要です。信用取引では、委託保証金の約 3.3 倍まで(オンライン信用取引の場合、委託保証金の約 3 倍まで)のお取引を行うことができるため、株価の変動により委託保証金の額を上回る損失が生じるおそれがあります。詳しくは、上場有価証券等書面、契約締結前交付書面、等をよくお読みください。

CBの売買取引には、約定代金に対し最大 1.08%(税込み)(4,320 円に満たない場合は 4,320 円(税込み))の売買手数料をいただきます。CBを相対取引(募集等を含む)によりご購入いただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。ただし、相対取引による売買においても、お客様との合意に基づき、別途手数料をいただくことがあります。CBは転換もしくは新株予約権の行使対象株式の価格下落や金利変動等によるCB価格の下落により損失が生じるおそれがあります。加えて、外貨建てCB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。

債券を募集・売出し等その他、当社との相対取引によってご購入いただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。債券の価格は市場の金利水準の変化に対応して変動しますので、損失が生じるおそれがあります。また、発行者の経営・財務状況の変化及びそれに関する外部評価の変化等により、投資元本を割り込むことがあります。加えて、外貨建て債券は、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。

個人向け国債を募集によりご購入いただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。個人向け国債は発行から 1 年間、原則として中途換金はできません。個人向け国債を中途換金する際、原則として次の算式によって算出される中途換金調整額が、売却される額面金額に経過利子を加えた金額より差し引かれます。(変動 10 年:直前 2 回分の各利子(税引前)相当額×0.79685、固定 5 年、固定 3 年: 2 回分の各利子(税引前)相当額×0.79685) 物価連動国債を募集・売出し等その他、当社との相対取引によって購入する場合は、購入対価のみをいただきます。当該商品の価格は市場の金利水準及び全国消費者物価指数の変化に対応して変動しますので、損失が生じるおそれがあります。想定元金額は、全国消費者物価指数の発行時からの変化率に応じて増減します。利金額は、各利払時の想定元金額に表面利率を乗じて算出します。償還額は、償還時点での想定元金額となりますが、平成 35 年度以降に償還するもの(第 17 回償還以降)については、額面金額を下回りません。

投資信託のお申込み(一部の投資信託はご換金)にあたっては、お申込み金額に対して最大 5.4%(税込み)の購入時手数料(換金時手数料)をいただきます。また、換金時に直接ご負担いただく費用として、換金時の基準価額に対して最大 2.0%の信託財産留保額をご負担いただく場合があります。投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用として、国内投資信託の場合には、信託財産の純資産総額に対する運用管理費用(信託報酬)(最大 5.4%(税込み・年率))のほか、運用成績に応じた成功報酬をご負担いただく場合があります。また、その他の費用を間接的にご負担いただく場合があります。外国投資信託の場合も同様に、運用会社報酬等の名目で、保有期間中に間接的にご負担いただく費用があります。

投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象とするため、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により基準価額が変動します。従って損失が生じるおそれがあります。投資信託は、個別の投資信託ごとに、ご負担いただく手数料等の費用やリスクの内容や性質が異なります。また、上記記載の手数料等の費用の最大値は今後変更される場合がありますので、ご投資にあたっては目論見書や契約締結前交付書面をよくお読みください。

金利スワップ取引、及びドル円ベース・スワップ取引(以下、金利スワップ取引等)にあたっては、所定の支払日における所定の「支払金額」のみお支払いいただきます。金利スワップ取引等には担保を差入れていただく場合があります。取引額は担保の額を超える場合があります。担保の額は、個別取引により異なりますので、担保の額及び取引の額の担保に対する比率を事前に示すことはできません。金利スワップ取引等は金利、通貨等の金融市場における相場その他の指標にかかる変動により、損失が生じるおそれがあります。また、上記の金融市場における相場変動により生じる損失が差入れていただいた担保の額を上回る場合があります。また追加で担保を差入れていただく必要が生じる場合があります。お客様と当社で締結する金利スワップ取引等と「支払金利」(又は「受取金利」)以外の条件を同一とする反対取引を行った場合、当該金利スワップ取引等の「支払金利」(又は「受取金利」)と、当該反対取引の「受取金利」(又は「支払金利」)とは差があります。商品毎にリスクは異なりますので、契約締結前交付書面やお客様向け資料をよくお読みください。

クレジット・デフォルト・スワップ(CDS)取引を当社と相対でお取引いただく場合は手数料をいただきません。CDS 取引を行なうにあたっては、弊社との間で合意した保証金等を担保として差入れ又は預託していただく場合があります。取引額は保証金等の額を超える場合があります。保証金等の額は信用度に応じて相対で決定されるため、当該保証金等の額、及び、取引額の当該保証金等の額に対する比率をあらかじめ表示することはできません。CDS 取引は参照組織の一部又は全部の信用状況の変化や、あるいは市場金利の変化によって市場価値が変動し、当該保証金等の額を超えて損失が生じるおそれがあります。信用事由が発生した場合にスワップの買い手が受取る金額は、信用事由が発生するまでに支払う金額の総額を下回る場合があります。

また、スワップの売り手が信用事由が発生した際に支払う金額は、信用事由が発生するまでに受取った金額の総額を上回る可能性があります。他の条件が同じ場合に、スワップの売りの場合に受取る金額と買いの場合に支払う金額には差があります。CDS取引は、原則として、金融商品取引業者や、あるいは適格機関投資家等の専門的な知識を有するお客様に限定してお取り扱いしています。

有価証券や金銭のお預かりについては料金をいたしません。証券保管振替機構を通じて他の証券会社へ株式等を移管する場合には、数量に応じて、移管する銘柄ごとに10,800円(税込み)を上限額として移管手数料をいただきます。

#### **野村證券株式会社**

金融商品取引業者 関東財務局長(金商) 第142号

加入協会/日本証券業協会、一般社団法人 日本投資顧問業協会、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

Copyright © 2018 Nomura Securities Co., Ltd. All rights reserved.