

2022年8月4日

ESG投資・ステークホルダー資本主義を巡る背景・課題・議論（ロシアのウクライナ侵攻の影響等）～追い風と向かい風～

主任研究員
太田 崇彦

1. はじめに

ここ数年、日本の新聞報道等でも、ESG投資という言葉を見ることが増えている。本年6月7日に閣議決定された「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画」の目次においても、「人的資本等の非財務情報の株式市場への開示強化」、「GXへの投資」、「インパクト投資の推進」などESG投資に関連する項目が少なくない。

しかし、最近、英文メディア（特に米国）では、反ESG的な意見も増えてきているように見える。また、ロシアによるウクライナ侵攻により、ESG投資の課題が改めて認識されてきている。

本稿では、ESG投資、及び、それと密接に関連するステークホルダー資本主義（以下、まとめて言及する場合は「ESG投資等」）が近年、注目されてきた背景や経緯を確認した上で、ESG投資等に関する課題や議論について紹介したい。

2. ESG投資等の概要・背景等～追い風～

まず、ESG投資等の概要や近年注目されてきた背景や経緯について確認する。

(1) ESG投資とは

ESGとは、環境（Ecology）・社会（Society）・ガバナンス（Governance）の3つの頭文字をとったものであり、ESG要素を考慮した投資をESG投資という。例えば、Eは「地球環境問題」、Sは「社会問題、人権・地域コミュニティとの関係」、Gは「コーポレートガバナンス（取締役会構成等）」などを示すとされ、ESG投資では、ESGを重視する企業への投資が重視される。

環境や社会への配慮を組み込んだ投資としては、従来、社会的責任投資（SRI）と呼ばれ、1900年代初頭の米国のキリスト教会の資産運用にあたって、酒、タバコ、ギャンブルなど教義や倫理観に反する企業には投資しないという方針に起源を求めると見方があり¹。

投資関係者や企業関係者の間にもESGという言葉が広がったのは、2006年に国際連合の責任投資原則（Principles for Responsible Investment：PRI）²の中でESGが繰り返し使用されたことがきっかけとなったようである。

2020年における世界のESG投資総額は35兆3千億ドル（約4700兆円）に及び、世界の運用資産全体の35.9%がESG投資関連となった。日本でも運用資産総額の約4分の1がESG投資関連となっている³。現在では、あらゆる産業、企業が影響を受け、ESG投資を無視できない状況になってきていると言えるだろう。

(2) 「新しい資本主義」とステークホルダー資本主義

岸田総理の主要政策のひとつに、「新しい資本主義」がある⁴。当初、「内容がない」といった批判も聞かれたが、「新しい資本主義実現会議」は昨年10月より9回開催され、本年6月7日に「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画・フォローアップ」⁵が閣議決定されたところである。

第1回新しい資本主義実現会議（2021年10月26日開催）の資料の中に、「資料4 新しい資本主義（ステークホルダー論）を巡る識者の議論の整理」が含まれており、当初から、新しい資本主

義として「ステークホルダー資本主義」が強く意識されていたと考えられる。

では、ステークホルダー資本主義とは何であろうか。

一般的には、ステークホルダー資本主義とは、株主のための短期的利益追求だけでなく、すべてのステークホルダー（利害関係者）や社会全体の利益も考慮に入れて、より長期的な価値創造を目指す資本主義⁶といった理解であろう。これは、ミルトン・フリードマン（1976年ノーベル経済学賞受賞）等の「企業の唯一の義務は株主価値の最大化」と捉える株主資本主義（株主市場主義・株主第一主義）⁷と対比される概念でもある。

フリードマン等に代表される株主資本主義への批判としては、①株主への配当増や株価の上昇等の短期的利益を重視しすぎる、②企業活動による環境破壊や基本的人権等の問題（経済の負の外部性）を軽視しがちである、③株主等の資本家に富が偏在し、貧富の格差が拡大している、等がよく挙げられる。こういった批判やそこからの反省からステークホルダー資本主義が注目されるようになってきた。

(3) 近年、特に日本のビジネス界で ESG 投資やステークホルダー資本主義（ESG 投資等）が注目されるようになった背景・経緯

さらに近年、日本のビジネス界で ESG 投資等が特に注目されるようになった経緯としては、以下の4つが言及されることが多い。

- ① 金融庁及び東京証券取引所により策定された、機関投資家向けの（日本版）スチュワードシップ・コード（2014年2月策定）や、上場企業向けの（日本版）コーポレートガバナンス・コード（2015年6月適用開始）において、中長期的な企業価値の向上や ESG 要素が重視された。
- ② 世界最大の年金基金である GPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）が、2015年に PRI に署名し⁸、さらに、2017年7月に、その運用に際して「ESG 指数（ESG インデックス）」を採用することを公表し⁹、さらに、同年10月に投資運用原則を改正し、すべての資産で ESG の要素を考慮した投資を進めることとした¹⁰。
- ③ 2018年1月、世界最大の資産運用会社ブラックロックのラリーフィンク CEO が、投資対象企業全ての CEO に宛てた書簡において、長期的な利益を達成するために広い範囲のステークホルダーの利益を追求すべき旨を明記した¹¹。
- ④ 2019年8月、アメリカの経営者団体ビジネスラウンドテーブルにおいて、企業の存在意義として、すべてのステークホルダーの利益を追求すると宣言した¹²。

上の③、④については日本に限らず世界的に影響を与えたものだが、次の⑤「ミレニアル世代等の若い世代の価値観」も世界的に影響を与えていると考えられる。

- ⑤ ミレニアル世代や Z 世代¹³は共通して環境問題や社会問題への関心が高いと言われている¹⁴。2025年までにミレニアル世代が世界の労働力人口の75%を占めるようになり¹⁵、ミレニアル世代の86%はサステナブル投資（ESG 投資とほぼ同義）に関心があるとされている¹⁶。そのため、企業や経営者は、消費者としても、従業員としても存在感を増しているミレニアル世代等を惹きつけるためにも、ESG 投資や ESG 要素を重視した経営（ESG 経営）を意識せざるを得なくなっている。

さらに、日本では、⑥「SDGs との関係、親和性の高さ」も ESG 投資への関心を高めた要素として挙げられるであろう。

- ⑥ 日本では、ESG を SDGs（目標）達成のための手段・プロセスとして整理して理解することも多いようである¹⁷。例えば、GPIF がウェブサイト¹⁸に掲載している「ESG 投資と SDGs の関係」図もわかりやすく、文献等で引用されることが多い。

(4) ESG 投資の投資手法

一口に ESG 投資といっても、以下の表のように、その投資手法については複数ある。このうち、従来は世界的にみて、ネガティブ・スクリーニングによる投資手法が最も多かったが、2020 年以降は ESG インテグレーションが最多となっている¹⁹。

地域別では、欧州では、国際規範スクリーニングやネガティブ・スクリーニングが多いが、米国では、サステナブル・テーマ投資や ESG インテグレーションを重視する傾向がある²⁰。これは後述のとおり、米国では 1974 年従業員退職所得保障法 (ERISA) の受託者責任との関係から、ネガティブ・スクリーニングがとりにくいことが一因と考えられる。

【ESG 投資の投資手法】

ネガティブ・スクリーニング	ESG 手法の中では最も歴史の古い手法であり、世界で広く普及している。武器、ギャンブル、たばこ、アルコール、原子力発電、ポルノなど、倫理的でないと定義される特定の事業から収益をあげる企業を投資先から除外する戦略。
ポジティブ・スクリーニング	同種の業界、あるいは投資対象の中で ESG 関連の評価が相対的に高い企業に投資する戦略。ESG 評価の高い企業は中長期的に業績が高くなるという発想に基づく手法。
国際規範に基づくスクリーニング	ESG 分野での国際基準に照らし合わせ、その基準をクリアしていない企業を投資先リストから除外する手法。人権問題や環境問題、汚職などの問題に関与した不祥事企業を除外することで国際社会のルールに則したポートフォリオを構築する。
ESG 統合 (ESG インテグレーション)	最も広く普及しつつある手法で、投資先選定の過程で、従来考慮してきた財務情報だけでなく非財務情報も含めて分析をする戦略。特に年金基金など長期投資性向の強い資金を運用するファンドなどが、将来の事業リスクや競争力などを図る上で積極的に非財務情報 (ESG 情報) を活用し、アルファ (市場平均よりも大きなリターン) を目指すために用いられることが多い。
サステナブル・テーマ投資	再生可能エネルギー、持続可能な農業、男女同権、多様性など、サステナビリティに貢献し得る投資テーマや企業に投資する戦略。
インパクト投資	社会・環境に貢献する技術やサービスを提供する企業を投資対象とし、投資収益に加えて社会や環境に測定可能なポジティブ・インパクトを与えることを目的とする投資手法。
エンゲージメント・議決権	株主として企業に対して ESG に関する案件に積極的に働きかける投資手法。株主総会での議決権行使、日常的な経営者へのエンゲージメント、情報開示要求などを通じて投資先企業に対して ESG への配慮を促す。

(出所) 野村アセットマネジメントのウェブサイト <https://www.nomura-am.co.jp/special/esg/strategy/strategy.html> (2022 年 7 月 19 日アクセス) をベースに修正。

3. ESG 投資の課題・議論（ロシアのウクライナ侵攻の影響等）～向かい風～

以上では、ESG 投資等がここまで注目されてきた背景・経緯について確認したが、以降は、ESG 投資の課題や ESG 投資に対する懐疑的な見方、さらにロシアのウクライナ侵攻後の風向きの変化について紹介したい。

(1) バラバラの ESG 評価

ESG 投資を推進していくためには、企業の ESG への取り組みを適切に評価する仕組みが必要となる。しかし、GPIF の ESG 活動報告（平成 29 年度版）²¹における分析によると、代表的な ESG 指数を公表している FSTE 社と MSCI 社の ESG 評価が互いに相関関係が非常に低い結果となっている。すなわち、ある企業に対して FSTE 社による ESG 評価が高くても、MSCI 社による同社への ESG 評価は低い（その逆も同じ）という例が多いことを意味している。

これは ESG 指数を作成している評価機関によって評価方法等が異なることに起因していると考えられるが、評価機関の多くは評価対象の企業の開示情報をもとに評価を実施している²²。CO2 排出量等のように定量的に計測できる情報もあるが、開示される ESG 要素の多くは非財務情報、すなわち定性的な情報となる。定性的な情報に対する評価において評価者の主観を完全に排除することはできないため、企業の ESG への取り組みを公正に評価することは本質的に難しいという課題がある。

(2) 受託者責任（fiduciary duty）との関係

受託者責任とは、英米法における信託法理から発展した概念である。UNEP-FI ほかに（2015）「21 世紀の受託者責任（日本語版）」²³によれば、

- 受託者責任（または、それと同等の義務）は、他人の資金を 管理・運用する者が自らの利益ではなく受益者の利益のために行動することを保証するために存在する。最も重要な責任は、以下のものである。
- 忠実性：受託者は受益者の利益のために誠実に行動し、受益者間の利益相反に対して公平なバランスを取り、利益相反を避け、自らのあるいは第三者の利得のために行動してはならない。
- 慎重性：受託者は、相当の注意、スキル、配慮をもって行動し、「通常の慎重な者」が投資するように投資しなければならない。

と説明されている（下線は筆者による）。

湯山（2020）において詳細に分析されているが、この受託者責任を巡って、主に以下のような視点の違う議論がされている²⁴。

- ① ESG 要素を考慮した投資の結果、市場平均以上の損失を出した場合には受託者責任に反するのではないか（主に米国での議論）。
- ② ESG 要素を考慮しないで投資することは受託者責任に反しないか（主に欧州・国連での議論）。

米国での①の議論は、ESG 要素を考慮するということは、年金受給者等（受益者）以外の第三者の利益を考慮していることにはなるのではないか、という疑問に由来するものといえる。他方、欧州等での②の議論は、ESG 要素をむしろ積極的に考慮することが受益者の利益にもなるはずという考え方といえる。

米国と欧州等でかなり違う議論がされているように見える理由の一つとして、米国の 1974 年従業員退職所得保障法（ERISA）の存在が考えられる。この ERISA が規定する受託者責任に関する解釈通達を巡って、これまで共和党政権と民主党政権で正反対ともいえる見解が出されてきた。やや乱暴かもしれないが簡単に述べると、共和党政権下では、企業年金の運用担当者等（受託者）は受益者の経済的利益を最優先した運用をすべきという解釈（ERISA の文言に比較的忠実な解釈といえる）が取られてきた。それに対して、民主党政権下では、投資運用にあたり ESG 要素も考慮に入れ

ることに寛容な解釈が取られてきた²⁵。

直近では、2021年5月20日、民主党政権のバイデン大統領は労働省に対して、労働者の年金について投資会社が ESG 要因を考慮せずに運用してよいとしたトランプ前政権（共和党政権）の規則の見直しを命ずる大統領令に署名した²⁶。これを受けて、2021年10月13日、米労働省は、企業年金の投資先について、投資収益だけでなく ESG 要因も考慮して投資先を選択できるとする規則案²⁷を発表し、2021年12月13日までパブリックコメントを募集していた²⁸。（ただし、2022年7月18日現在、その後の規則の制定状況については米労働省のウェブサイト等で調べても不明な状況であり、制定作業が遅れている可能性がある。）

このように ERISA が規定する受託者責任の解釈が政権によって二転三転することは、長期の投資運用が求められる企業年金の運用担当者等にとって非常に悩ましい状況といえる。

(3) ESG 投資のパフォーマンス

米国のように投資運用において ESG 要素を考慮することの是非が議論となっている場合でも、いわゆる ESG 投資のパフォーマンスが恒常的に市場平均を上回っているならば誰からも文句がでない。

では、ESG 投資のパフォーマンス（投資リターン）はどうであろうか。この点について、湯山（2020）では、ESG 投資のパフォーマンスに関する既存研究のサーベイに基づき、「ESG 投資（または SRI）投資のパフォーマンスは、株式投資リターンについては、ポジティブとネガティブ（もしくは無相関）の2つの相反する結果が示されており、その見方に統一的な見解を見出せていないように思われる。」と分析している²⁹。結局、こういった状況もあり、米国では ESG 投資について賛否が分かれる状況となっているようである。特に特定のセクターを投資対象から除外してしまうネガティブ・スクリーニングについて欧州と比べて米国では非常に少なくなっている³⁰。

(4) ESG 経営を巡る対立

日本では、ESG 経営を推進するにあたり、株主等から反発があるという報道を目にすることはほとんどない。しかし、ESG 経営が進んでいると思われる欧州等でも、以下のように、ESG 経営を巡って株主と対立する事例も出てきている。

【ダノン】

ESG 経営の推進者として知られていた仏食品大手のダノンのエマニュエル・ファベール会長兼最高経営責任者（CEO）が、2021年3月15日付けで解任された。アクティビスト（もの言う株主）から業績不振の責任があると交代を求められていたようである³¹。

【ユニリーバ】

英国の食品・日用品大手ユニリーバの株主総会が短期的な業績向上を要求するアクティビスト（物言う株主）と、サステナビリティ（持続可能性）を支持する株主が対立する場になる可能性について報道された³²。

ユニリーバは2022年5月31日付けリリースで、アクティビストとして知られるネルソン・ペレツ氏を非常勤取締役として任命したと発表したところ³³、構造改革を通じて収益力が向上するとの期待感から株価が急騰したと報道された³⁴。

(5) ESG 経営を求める株主提案への反対増加

米国環境系 NPO の As You Saw によると、米国では 2022 年の株主総会における株主提案件数は 529 件で昨年より 20%以上増加した³⁵。

しかし、ESG 投資が普及してきた経緯でみたとおりに、ESG 経営の推進に積極的とみられていたブラックロックが、本年5月、投資先議決権行使の方針に関して、今年度の気候関連の株主提案につ

いては、2021年に比べて（21年は47%の提案に賛成）、支持する率は減少するだろうと公表した。理由として、多くの提案が企業にとって規範的あるいは抑制的で、長期的な株主価値の増大につながらない恐れがあるとしている³⁶。

実際に、米国のISSコーポレート・ソリューションズが気候変動関連の株主提案に対する賛成比率を集計したところ、2022年は5月12日時点で29.4%にとどまったようである。21年は5割を超え、過去10年間で最高だった³⁷。

(6) Woke Capitalism（目覚めた資本主義）

最近、欧米の英文メディアで目にすることが多くなってきた言葉である。「Woke」は、元々は、人種差別に対するアフリカ系住民の抗議活動等の文脈で使われていたが、スポーツブランド等が社会的正義を掲げるマーケティング活動においても利用するようになっていた³⁸。

しかし、最近では、共和党支持者から「Woke」は強い非難対象となっている。例えば、2022年5月26日付け Wall Street Journal のオンライン版に前米国副大統領の Mike Pence 氏の意見記事（「Republicans Can Stop ESG Political Bias」）が掲載された。同氏は、「リベラル派はかつて大企業を共産党寄りだと批判していたが、現在はリベラル派は選挙を通じてではなく、大企業を通じて左翼的な価値観を実現しようとしている」と述べて、ESGをWoke Capitalismとして強く批判している³⁹。

このように、ESGやステークホルダー資本主義は、中絶権や銃規制と同様に、米国政治の分断の象徴的テーマになってきているといえる。

また、2022年5月28日付けの Financial Times のオンライン記事（「The war on ‘woke capitalism’」）も、今年のダボス会議ではESG批判の意見が増えていたと報告し、「潮目が変わってきている（Turning the tide）」という見方を紹介している⁴⁰。

日本のメディアでは、欧米ではESG投資が盛んであると言及されることが多いが、欧米でのESG投資の状況はそこまで単純とはいえないものになってきている。

(7) ロシアのウクライナ侵攻の影響

(3)で述べたとおり、中長期的にみたESG投資のパフォーマンスについては結論がでていない状況である。しかし、短期的にはロシアのウクライナ侵攻後、昨年まで株式マーケットを牽引してきたテック企業の株価が下落する一方、従来のESG投資、特にネガティブ・スクリーニングにより投資対象から除外されてきた燃料、エネルギー会社、軍需産業等の株価が高騰した結果、いわゆるESG関連のファンド等から資金の流出がみられる⁴¹。

具体的には、ロシアのウクライナ侵攻により、次のような論点が浮上している。

- 軍需防衛産業への投資の是非
- エネルギー会社への投資の是非
- 原子力発電の是非
- ネガティブ・スクリーニングの是非
- 企業のロシア撤退の是非

例えば、軍需防衛産業への投資については、スウェーデンの金融大手SEBが、軍需防衛関連株を自社ファンドの投資対象から外すとしていた方針を4月1日から変更して投資可能とした。安全保障状況の急激な変化により、軍需防衛産業への投資はESGの「S」の観点からはむしろ必要と判断したのであろう⁴²。エネルギー会社への投資や原子力発電を許容するかどうかについても議論がされている⁴³。

企業のロシア市場からの撤退については、ESGの観点からはロシアや中国のような権威主義的国は人権問題も深刻であり、ロシアのウクライナ侵攻前から投資を控えるべきであったはずなのに、ESGが機能していなかった、という批判もある。米国のイェール大学経営大学院が、ウクライナ侵

攻後に企業のロシアからの撤退度に応じて、学生の成績評価のように A（完全撤退）から F（撤退せずに従前と同様に事業継続）の 5 段階で評価している⁴⁴。また、5 月に公表した研究結果では、世界の上場会社約 600 社についてグループごとに、侵攻前日の 2 月 23 日から 4 月 8 日までの株式リターンを計測している。その結果、ロシアでの事業の撤退・一時停止・縮小を表明した企業は、そうでない企業の株式リターンを大幅に上回っており、ロシアからの撤退度に応じて株式リターンがほぼ比例していることを公表した⁴⁵。

元来、ESG 投資は短期的な利益追求よりも長期的な観点から社会全体の利益も考慮したものであったはずだから、まだ半年余りのウクライナ侵攻による短期的な影響により、ESG 投資から資金流出が起きていることはやや皮肉な状況ともいえる。ESG 関連の投資商品を購入していた投資家の多くは、ESG 投資の理念に共感して投資したというより、市場平均の投資パフォーマンスを狙った投資商品より高いリターンを期待していたということかもしれない。

(8) グリーンウォッシュ（見せかけの環境対応）

実際には環境に配慮していないにもかかわらず、あたかも環境対応しているような商品を販売するような行為を「グリーンウォッシュ」というが、投資商品の世界でも同様の問題が生じている。ESG 対応をうたいながら実際には実施していない等の問題がある投資商品が横行しているとみて、以下のように各国の金融当局が対応を始めた。

- 米証券取引委員会（SEC）は、米銀大手のバンク・オブ・ニューヨーク（BNY）メロンの投資顧問部門に 150 万ドルの制裁金を科したと発表した。同部門が運用する投資信託で ESG の基準に関し虚偽の情報を記載しており、情報開示が不適切だったとされた⁴⁶。
- 5 月 31 日、ESG 投資をめぐる、グリーンウォッシュに関与した疑いから、金融大手ドイツ銀行と同グループの資産運用大手 DWS に対し、独検察・金融当局が家宅捜索に入った⁴⁷。
- さらに、6 月に入り、SEC がグリーンウォッシュの疑いでゴールドマンサックス系の ESG ファンドを調査していると報道された⁴⁸。

4. 今後の方向性 — ESG 情報の開示制度 —

グリーンウォッシュ問題に対応するためには、ESG 情報の開示制度が重要となってくる。また、ESG 評価がバラバラである理由のひとつとして、ESG 情報は定性情報が多いという点をあげたが、投資家が安心して投資できる透明性の高い市場環境を整備する必要がある。そのためには、客観的で公正な評価の前提として、ESG 情報の開示制度の信頼性を向上させなければならない。

ESG 情報の開示については、これまでは法規制による開示（法定開示）よりも、企業の裁量に基づく任意開示による方法がメインとなってきた⁴⁹。裁量に基づく任意開示といっても、企業としては何らかの判断基準があると便利であるが、現状では様々な団体が定める開示基準や制度が乱立している状況である。情報開示の主体となる企業は、どういった開示枠組み（開示媒体）を選択するか、また、その枠組みの中でどういった内容を開示するのか、について頭を悩ませてきている。

詳細について本稿では立ち入ることはできないが、開示媒体については、統合報告書、サステナビリティレポートや ESG レポートなど様々ある。開示の内容（開示基準）についても、国際統合フレームワーク、TCFD 提言、GRI スタンダード、SASB スタンダードなど様々ある⁵⁰。なお、国際会計基準（IFRS）財団傘下の国際サステナビリティ基準審議会（ISSB）は本年 3 月 31 日、ESG 情報の開示基準について 2 つの草案を公表して、意見募集を開始した（7 月 29 日まで）。1 つ目は一般的なサステナビリティに関する情報開示基準で、2 つ目は気候変動に関する情報開示基準である。

このような任意開示の仕組みが先行してきたが、前述のとおり、グリーンウォッシュの問題等も生じていることから、以下のように、EU を皮切りに開示の法制化の動きも進んできている。

【EU】

2021年3月、全てのEU金融市場参加者（銀行、証券海外、保険会社、投資会社、資産運用関係者等）を対象としたサステナビリティ開示規則（Sustainable Finance Disclosure Regulation: SFDR）の適用が開始された⁵¹。ESGリスクが投資判断に組み込まれているか、またどのように組み込まれているのかを開示することを義務付けたものである。

また、2021年4月、サステナビリティ情報開示に関する指令（Corporate sustainability Reporting Directive: CSRD）案が公表された。従前の非財務情報開示指令（NFRD）を強化するもので、すべての大企業とEU規制市場の上場企業を対象とする。2023年1月以降に開始する会計年度よりCSRDの適用が開始される予定である⁵²。

【米国】

2021年3月21日、SECが気候変動リスクに関する開示を企業に義務付ける規則案を公表した⁵³。意見公募を経て最終規則が固まれば、2024年から開示が義務化される予定である。

【日本】

法定開示ではないが、2021年6月改訂のコーポレートガバナンス・コード⁵⁴により、2022年4月から東証プライム市場の上場企業はTCFD提言に基づく開示が求められるようになった。

本年6月7日に閣議決定された「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画」において、「男女間の賃金差異の開示義務化」、及び、「人的資本等の非財務情報の株式市場への開示強化と指針整備」の方針が示された。

5. おわりに

株主（第一）資本主義では、企業が違法行為等をしない限り、原則としてどういうビジネスで利益を上げるかについては関与しない立場といえる（価値中立的）。

この点、「投資の神様」といわれる Warren Buffet 氏（世界最大の投資持株会社である Berkshire Hathaway の筆頭株主・会長兼 CEO）も、道義的な判断を企業に求めることに否定的であり、社会にとって何が有益かを判断することは非常に難しいとして、ESG投資には懐疑的なスタンスをとる。また、同氏は社会的な問題の解決は政府の責任であると言っており⁵⁵、米国では株主資本主義的な考え方が根強い。

これに対して、ESG投資やステークホルダー資本主義では、ESGやSDGs等の観点から「正しい」（または「良い」）企業活動から利益を上げているかが問われることになる。

しかし、「正しい」かどうかは主観的な判断にならざるをえず、特定の価値観を前提とすることになりがちである。

ロシアのウクライナ侵攻の影響について判断するのはまだ早いと考えるが、ESG投資を今後も推進していくためには、どういう基準で「正しい」と判断するか、評価の客観性や公平性をどうやって担保していくかが問題となるのが、ウクライナ侵攻によって、より明確になったのではないかと。

以上

¹ 水口剛（2010）、「責任ある投資」が変える近未来の企業社会、『経済社会研究』、第12巻、pp.1-17。
https://doi.org/10.24700/ascc.12.0_1（2022年8月3日アクセス）

² PRI, <https://www.unpri.org/about-us/about-the-pri>（2022年7月15日アクセス）

³ Global Sustainable Investment Alliance (2021), Global Sustainable Investment Review 2020, <http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2021/08/GSIR-20201.pdf>（2022年7月19日アクセス）

⁴ 首相官邸ホームページ, https://www.kantei.go.jp/jp/headline/seisaku_kishida/newcapitalism.html（2022年8月3日アクセス）

- ⁵ 「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画～人・技術・スタートアップへの投資の実現～」
https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/atarashii_sihonsyugi/pdf/ap2022.pdf (2022年7月15日アクセス)
- ⁶ クラウス・シュワブ (世界経済フォーラム創設者・会長) “That is the core of stakeholder capitalism: it is a form of capitalism in which companies do not only optimize short-term profits for shareholders, but seek long term value creation, by taking into account the needs of all their stakeholders, and society at large.”,
<https://www.weforum.org/agenda/2021/01/klaus-schwab-on-what-is-stakeholder-capitalism-history-relevance/> (2022年7月18日アクセス)
- ⁷ ミルトン・フリードマン著 (村井章子訳) (2008) 『資本主義と自由』(1962年初版) 日経 BP 社, pp.248-253
- ⁸ GPIF プレスリリース, 「国連責任投資原則への署名について」(2015年9月28日)
<https://www.gpif.go.jp/investment/pdf/signatory-UN-PRI.pdf> (2022年7月21日アクセス)
- ⁹ GPIF プレスリリース, 「ESG指数を選定しました」(2017年7月3日)
https://www.gpif.go.jp/investment/esg/pdf/esg_selection.pdf (2022年7月21日アクセス)
- ¹⁰ GPIF (2018), 「ESG活動報告(平成29年度)」p.6,
https://www.gpif.go.jp/investment/esg/pdf/0813_esg_katodohoukoku.pdf. (2022年7月21日アクセス)
- ¹¹ BlackRock Larry Fink's 2018 Letter to CEOs (2018), A Sense of Purpose,
<https://www.blackrock.com/corporate/investor-relations/2018-larry-fink-ceo-letter> (2022年7月18日アクセス)
- ¹² Business Roundtable (2019), Statement on the Purpose of a Corporation,
<https://www.businessroundtable.org/business-roundtable-redefines-the-purpose-of-a-corporation-to-promote-an-economy-that-serves-all-americans> (2022年7月18日アクセス)
- ¹³ 明確な定義はないが、1981年から1996年生まれ世代を「ミレニアル世代」、1997年以降生まれの世代を「Z世代」と呼ぶことが多い。中沢潔 (2018) 「次世代を担う「ミレニアル世代」「ジェネレーションZ」—米国における世代(Generations)について—」, JETRO ニューヨークだより (2018年10月)
https://www.jetro.go.jp/ext_images/Reports/02/2018/ec095202b7547790/ny201810.pdf (2022年8月3日アクセス) を参照。
- ¹⁴ サステナブル・ブランド ジャパン「ミレニアル世代とZ世代、社会・環境への関心高まる」(2017年9月26日) https://www.sustainablebrands.jp/article/story/detail/1189404_1534.html (2022年7月19日アクセス)
 世界経済フォーラム, Global Shapers Survey 2017,
https://www.es.amnesty.org/fileadmin/noticias/ShapersSurvey2017_Full_Report_24Aug_002_01.pdf (2022年7月19日アクセス)
- ¹⁵ Deloitte (2014), Big demands and high expectations, The Deloitte Millennial Survey,
<https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/global/Documents/About-Deloitte/gx-dttl-2014-millennial-survey-report.pdf> (2022年7月18日アクセス)
- ¹⁶ Julian Seelan (Investment & Wealth Institute) (2019), The Millennial Investor
<https://investmentsandwealth.org/getattachment/bbdef004-2fe8-4e71-a445-918a270b5ff7/IWM19MarApr-TheMillennialInvestor.pdf> (2022年7月18日アクセス)
- ¹⁷ 例えば、アムンディ・ジャパン編 (2018) 『ESG入門 新版』(日本経済新聞出版) pp.33-35
- ¹⁸ GPIF のウェブサイト, <https://www.gpif.go.jp/esg-stw/esginvestments/> (2022年7月20日アクセス)
- ¹⁹ 脚注3と同じ。
- ²⁰ 脚注3と同じ。
- ²¹ GPIF (2018), 「ESG活動報告(平成29年度版)」pp.19-32
https://www.gpif.go.jp/investment/esg/pdf/0813_esg_katodohoukoku.pdf (2022年7月18日アクセス)
- ²² 主な ESG 情報評価機関の概要・比較については、湯山智教 編著 (2020) 『ESG投資とパフォーマンス—SDGs・持続可能な社会に向けた投資はどうあるべきか』(金融財政事情研究会) pp.60-61 を参照。
- ²³ UNEP-FI ほか (2015) 「21世紀の受託者責任(日本語版)」
https://www.unepfi.org/fileadmin/documents/fiduciary_duty_21st_century_jp.pdf (2022年7月21日アクセス)
- ²⁴ 湯山 (2020) pp.82-113。ただし、湯山 (2020) では、日本における「顧客本位の業務運営に関する原則」に関する論点を含めた3つの視点について議論されている。
- ²⁵ 詳細については、野村資本市場研究所 (2021), 「米国の企業年金プランによる ESG 投資を巡る議論」
http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2021_stn/2021spr15.pdf (2022年7月18日アクセス) を参照していただきたい。
- ²⁶ 福山圭一 (2021), 「米国における ESG 投資等に関する規則の施行停止について」
https://www.nensoken.or.jp/wp-content/uploads/rr_r02_15.pdf (2022年7月18日アクセス)
- ²⁷ A Proposed Rule by the Employee Benefits Security Administration on 10/14/2021: Prudence and Loyalty

in Selecting Plan Investments and Exercising Shareholder Rights,

<https://www.federalregister.gov/documents/2021/10/14/2021-22263/prudence-and-loyalty-in-selecting-plan-investments-and-exercising-shareholder-> (2022年7月18日アクセス)

²⁸ 米労働省プレスリリース (US Department of Labor proposes rule to remove barriers to considering environmental, social, governance factors in plan management) ,

<https://www.dol.gov/newsroom/releases/ebsa/ebsa20211013> (2022年7月18日アクセス)

²⁹ 湯山 (2020) p.131

³⁰ 2022年6月7日付け Financial Times オンライン版, Divestment: are there better ways to clean up ‘dirty’ companies?, <https://www.ft.com/content/79851eee-d9e6-4ceb-be16-e9cf8b8c4ddf> (2022年7月18日アクセス)

³¹ 2021年3月16日付け日経新聞オンライン版, 「仏ダノン、CEOを解任 株主圧力で」, <https://www.nikkei.com/article/DGXZQOGR1600C0W1A310C2000000/> (2022年7月20日アクセス)

2021年5月17日日経新聞オンライン版, 「ESG優等生ダノン、会長解任にみる理念と市場の相克 ESG光と影①」, <https://www.nikkei.com/article/DGXZQOUB076PX0X00C21A5000000/> (2022年7月20日アクセス)

³² 2022年4月7日日経新聞オンライン版 (FT Moral Money 翻訳記事), 「持続性支持の株主、物言う株主に警戒 英ユニリーバ」, <https://www.nikkei.com/article/DGXZQOGR06DT40W2A400C2000000/> (2022年7月20日アクセス)

³³ ユニリーバ・ホームページ, <https://www.unilever.com/news/press-and-media/press-releases/2022/appointment-of-nonexecutive-director/> (2022年7月19日アクセス)

³⁴ 2022年5月31日付け日経新聞オンライン版, 「ロンドン株31日 続伸 ユニリーバが急伸」, https://www.nikkei.com/article/DGXZASB7IIAA6_R30C22A5000000/ (2022年7月20日アクセス)

³⁵ As You Saw (2022) , 2022 Proxy Preview, <https://www.asyousow.org/press-releases/2022/3/17/proxy-preview-2022-record-breaking-shareholder-resolutions-filed> (2022年7月19日アクセス)

³⁶ Blackrock Investment Stewardship, <https://www.blackrock.com/corporate/literature/publication/commentary-bis-approach-shareholder-proposals.pdf> (2022年7月19日アクセス)

³⁷ 2022年5月18日付け日経新聞オンライン版, 「米銀の株主総会、「気候」提案否決 エネ危機で潮目変化」, <https://www.nikkei.com/article/DGXZQOGR17DGO0X10C22A5000000/> (2022年7月15日アクセス)

³⁸ Mirzaei, Abas. (2019) , Where 'woke' came from and why marketers should think twice before jumping on the social activism bandwagon, <https://theconversation.com/where-woke-came-from-and-why-marketers-should-think-twice-before-jumping-on-the-social-activism-bandwagon-122713> (2022年7月21日アクセス)

³⁹ 2022年5月26日付けWSJ オンライン版, Republicans Can Stop ESG Political Bias, https://www.wsj.com/articles/only-republicans-can-stop-the-esg-madness-woke-musk-consumer-demand-free-speech-corporate-america-11653574189?mod=Searchresults_pos2&page=1 (2022年7月19日アクセス)

⁴⁰ 2022年5月28日付けFT オンライン版, The war on ‘woke capitalism’, <https://www.ft.com/content/e4a818e5-4039-46d9-abe0-b703f33d0f9b> (2022年7月19日アクセス)

⁴¹ 2022年6月27日付け日経新聞オンライン版, 「逆風が育む「ESG2.0」 脱炭素と利益、両立探るとき」, <https://www.nikkei.com/article/DGXZQOUB23AJH0T20C22A6000000/> (2022年7月19日アクセス)

⁴² 2022年3月2日付けWSJ オンライン版, Sweden’s SEB Changes Course on Defense Stocks as War Tests ESG Rules, https://www.wsj.com/articles/swedens-seb-changes-course-on-defense-stocks-as-war-tests-esg-rules-11646253384?mod=Searchresults_pos5&page=1 (2022年7月19日アクセス)

⁴³ ロシアのウクライナ侵攻による ESG 投資への影響については、杉田健 (2022) 「最近のウクライナ情勢と ESG 投資について—ロシアによるウクライナ侵攻後の論述の、サーバイおよび長期投資の観点からの考察—」, https://www.nensoken.or.jp/wp-content/uploads/rr_r04_01.pdf (2022年7月14日アクセス) を参照。

⁴⁴ Yale School of Management, Chief Executive Leadership Institute, Over 1,000 Companies Have Curtailed Operations in Russia—But Some Remain, <https://som.yale.edu/story/2022/over-1000-companies-have-curtailed-operations-russia-some-remain> (2022年7月14日アクセス)

⁴⁵ Jeffery Sonnenfield 他 (2022) , It pays for companies to leave Russia, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4112885 (2022年7月19日アクセス)

2022年7月1日付け日経新聞オンライン版, 伊藤邦雄「市場、対ロ姿勢通じ理念評価 国際紛争下の企業統治」, <https://www.nikkei.com/article/DGXZQOCD204IT0Q2A620C2000000/> (2022年7月29日アクセス)

⁴⁶ 2022年5月23日付けSEC リリース, <https://www.sec.gov/news/press-release/2022-86> (2022年7月14日アクセス)

⁴⁷ 2022年6月1日付け日経新聞オンライン版, 「ドイツ銀系運用大手を捜索「グリーンウォッシュ」疑惑」, <https://www.nikkei.com/article/DGXZQOGR31D5U0R30C22A5000000/> (2022年7月14日アクセス)

- ⁴⁸ 2022年6月10日付WSJオンライン版, SEC Is Investigating Goldman Sachs Over ESG Funds, https://www.wsj.com/articles/sec-is-investigating-goldman-sachs-over-esg-funds-sources-say-11654895917?mod=Searchresults_pos2&page=1 (2022年7月14日アクセス)
- ⁴⁹ 森・濱田松本法律事務所 ESG・SDGs プラットフォーム 編著 (2021) 『ESG と商事法務』 (商事法務) pp.55-66
- ⁵⁰ 日本証券取引所のウェブサイト, <https://www.jpx.co.jp/corporate/sustainability/esgknowledgehub/disclosure-framework/index.html> (2022年7月21日アクセス) を参照。
- ⁵¹ 東海林 正賢 他 (2021), 「EU グリーン市場規制 (SFDR) の概要及びグリーンウォッシングと日本企業への影響」, <https://home.kpmg/jp/ja/home/insights/2021/10/international-financial-center-insight50.html> (2022年7月21日アクセス)
- ⁵² KPMG (2021), 「欧州委員会が企業のサステナビリティ報告に関する指令 (案) を公表」, <https://home.kpmg/jp/ja/home/insights/2021/05/sustainability-eu-directive-on-non-financial-reporting.html> (2022年7月21日アクセス)
- ⁵³ 2021年3月21日付け SEC プレスリリース, <https://www.sec.gov/news/press-release/2022-46> (2022年7月21日アクセス)
- ⁵⁴ 東京証券取引所「コーポレートガバナンス・コード (2021年6月11日)」, <https://www.jpx.co.jp/equities/listing/cg/tvdivq0000008jdy-att/nlsgeu000005lnul.pdf> (2022年7月21日アクセス)
- ⁵⁵ REUTERS, Analysis: Buffett's ESG snub risks alienating Wall Street (2021年5月4日), <https://www.reuters.com/business/sustainable-business/buffetts-esg-snub-risks-alienating-wall-street-2021-05-04/> (2022年7月21日アクセス)
- Business Insider, 「そのお金は誰のもの? “投資の神様”ウォーレン・バフェット、企業は社会的信念に基づく決断を止めるべきと主張」 (2020年1月9日), <https://www.businessinsider.jp/post-205227> (2022年7月21日アクセス)