

ESG 投資の現状と今後の課題

アライアンス・バーンスタイン AB 未来総研 所長兼 DC・NISA 推進室長

後藤 順一郎

昨今、日本の投資信託業界において、ESG (Environment, Social, Governance) に配慮した商品が設定され始め、多額の資金を集めている。世界的に SDGs (Sustainable Development Goals、持続可能な開発目標) への関心が高まり、国や企業をあげてそれに関連する活動が推奨される中、SDGs の活動を後押しする ESG 投資に資金が集まるのは、SDGs の観点からは望ましいと言える。一方、投資信託の販売においては、ESG が単なる短期的な投資テーマとして扱われている点も指摘されており、皮肉にも長期的・持続的な成長を企業に促す SDGs とは相反する状況も起こっているようだ。

このように、ESG 投資は行動が先行している感は否めず、その特性に関して十分な理解が進んでいないのではないかと懸念している。そこで、本稿では ESG 投資の特性を解説すると同時に、それを踏まえた活用方法や規制の在り方についても言及したい。

1. ESG と投資リターンの関係

そもそも ESG と投資リターンの間にはどのような関係があるのだろうか？現時点までに様々な研究がなされているが、残念ながら ESG ファクターと投資リターンの関係性については学術的な観点からはまだ明らかになっていない。一方、各指数を用いて単純にベンチマーク比較をすれば、結果としてどのような効果が得られたのかは確認できる。株式においては、2007 年 1 月 - 2020 年 11 月では先進国では ESG 指数 (MSCI World ESG Leaders 指数) とその親指数 (MSCI World 指数) では、リスク・リターン特性に大きな違いは見られなかったが、新興国指数では ESG Leaders 指数のほうが圧倒的にリスク・リターン特性は改善していた。ESG スコアの高い企業は、ディフェンシブな場合が多く、コロナ・ショック時には下落幅を抑制できており、結果として超過収益をもたらしたようだ。ESG 投資が盛り上がっている背景にはこのような要因もあるかもしれない。

ESG 投資というと投資信託業界では株式が中心であり、ESG 債券はまだ緒に就いたばかりと言えるだろう。債券における ESG ファクターの効果についても、株式同様、まだ明確なことは分かっていないが、債券指数を手掛ける Barclays の分析¹によると、ESG スコアが高い社債ほど対国債のスプレッドが小さくなっている。つまり ESG を考慮すれば、期待

¹ Barclays, 2018, "The case for sustainable bond investing strengthens"

リターンが下がることを意味しており、リターン追求の観点からは悩ましいところだ。一方、ESG スコア、特に G のスコアが高い社債はデフォルト確率が低く、ディフェンド面での効果はありそうだ。

次に、Valuation の観点から ESG の影響について考えてみる。ご存知のとおり、株式は遠い将来のキャッシュフローも織り込んで価格が決まる。数年先のキャッシュフローは今の財務状況から推計できるが、遠い将来のキャッシュフローを財務情報のみから予測するのは難しい。そこで重要となるのが ESG のような非財務情報だ。その点で株式の Valuation には ESG 情報を反映させやすいと言える。

一方、社債の場合、期間は長くても 10 年程度であり、分析も企業価値というよりは返済能力がメインであるため、非財務情報よりも財務情報により重きが置かれると思われる（概念図を図表 1 に記載）。

このように整理すると、ESG を考慮することでリターンが高くなる可能性があるのは主に株式であり、債券はリスク管理目的での導入が妥当と整理できるのかもしれない。もちろん、ポートフォリオ全体における株式、債券比率にもよるが、まず着手するならば、より ESG の入り込む余地の大きい株式からではないかと考える。

【図表 1 投資期間と投資判断に影響を与える要因（概念図）】



(出所) アライアンス・バーンスタイン

2. ESG におけるパッシブ運用とアクティブ運用

ESG 投資に取り組む際にも、やはりパッシブ／アクティブ問題に直面する。上述の ESG 投資の効果はあくまで指数ベースであり、その指数は現時点での ESG スコアに基づいて構成されるため、指数との連動を目指すパッシブ運用は既に ESG スコアが高い企業に投資することを意味する。つまり、企業の ESG に対する取り組みの改善や変化までは考慮できていない。また、ESG 指数に組み入れられることでその株式が買われ、既に ESG に対する情報が株価に織り込まれている可能性もある。このような状況では、高 ESG だからと言って高いリターンには繋がらず、先進国の ESG 指数が親指数とあまり差がなかったのはこれで説明がつくのかもしれない。

一方、アクティブ運用に ESG を取り入れることで、今は ESG スコアが低いが今後改善することで株価が上がる銘柄にも投資することが可能となる。実際、図表 2 に示しているとおり、アライアンス・バーンスタイン (AB) のリサーチでは、ESG に対する評価が改善し、格付けが引き上げられた企業が超過収益を獲得していることが明らかになっている。逆に、ESG 格付けが引き下げられた企業の超過収益がマイナスになっている。アクティブ投資全般に言えることだが、ESG についてもその変化を捉えることで、リターンの上積みが可能になる可能性がある。

【図表 2 MSCI ACWI 指数に対する 12 カ月後の超過リターンの平均:2007 年 - 2018 年、%】



過去の分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

2018 年 6 月 30 日現在、2007 年 1 月 1 日以降における、格付変更 12 カ月後の超過リターン。MSCI ACWI 指数構成銘柄に基づきます。

(出所) MSCI、AB

パッシブとアクティブについて簡単に整理したが、使い分けの方法としては、ESG を考慮することが投資家の必須条件であり、それを満たすことが最優先課題ならば、現時点で ESG スコアが低い銘柄には投資しないパッシブ運用で十分だろう。一方、現時点では ESG スコアが高くない企業に投資し、エンゲージメントによって変化を促し、社会的にインパクトを与えつつリターン的にも報われることを目指すならばアクティブ運用が適切となるだろう。もちろん、アクティブ/パッシブの選択においてはコストも大きな要因となるが、それよりも投資家の ESG に対するスタンスが決め手となると思われる。

3. 外部レーティングの活用

アクティブ運用の投資信託を活用する際、選んだアクティブ運用がコンセプトどおりに ESG 関連銘柄に投資しているかの確認が必要となる。このプロセスはいわゆる「ESG ウォッシュ（うわべだけのサステナブル商品）」を回避するために今後は必須になるだろう。その確認のためには、モーニングスター（サステイナリティクス）や MSCI などの指数会社が提供するレーティングを活用するのが一案だろう。

例えば、モーニングスターの場合、投資信託のポートフォリオは個別銘柄の ESG スコアの加重平均でスコア化され、カテゴリ内での順位や相対ランクを算出し、それに基づきサステナビリティ・レーティングが付与される。モーニングスターといえばスター・レーティングが有名だが、こちらのレーティングは地球の個数で示している（1-5 個）。サステナブルと謳っておきながらも、当該レーティングが低いファンドも存在するため、このようなレーティングは確認手段として活用できると思われる。

ただし、上述したように、アクティブ運用では、今は ESG スコアが高くないが、今後改善する見込みのある銘柄にも投資することは十分にあり得る。したがって、今しか見ていない ESG スコアのみで判断すると、このような運用者の投資判断は見えてこない。したがって、ESG レーティングの活用は効果があるものの、それだけですべてが解決するわけではない点には注意が必要だ（サステナビリティ・レーティングが低くても ESG を考慮している場合も十分にあり得る）。これは、通常のアクティブ運用がシャープレシオから求めているスター・レーティングのみでは判断ができないのと似ている。

4. 日本への示唆

日本の投資信託業界は、まだ ESG 投資について取り組み始めたばかりであるが、それは日本の金融当局も同様であろう。一方、海外に目を転じると、欧州が先行しており、彼らは

既に「EU タクソノミー」を公表している。ここでは、金融商品が6つの環境保護目的²のうち1つ以上に対して多大な貢献をするものであり、かつ他の目的に対しても著しく阻害するようなことがなければ、その商品を「グリーン」に分類している。これにより、「どの商品がサステナブルなのか」が見える化され、そのような商品に資金が集まることで、脱炭素化を早めることを狙っている。

加えて、EUの金融機関等を対象にしたサステナビリティ関連の開示規制（SFDR）も整備されている。EU タクソノミーは環境にフォーカスしているが、SFDRでは社会も含めてサステナブルと定義している点が大きな違いだ。また、SFDRではグリーンの中でもダーク・グリーン（サステナブル投資）とライト・グリーン（サステナブル投資に該当しないが、結果的に環境と社会の改善を促進している）に分類され、これらに該当しないものはすべてブラウンとみなされる。資産運用会社には契約前にサステナビリティに関する情報を開示することが求められるが、これは「ESG ウォッシュ」対策であり、その判断材料を投資家に提供することを狙っている。このように欧州では具体的な「ESG ウォッシュ」対策が講じられており、日本でも同様の取り組みは必要と思われる。

しかしながら、個人的には日本においては商品自体への対策よりも、その取り扱い方のモニタリングのほうがはるかに重要だと考える。具体的には、EU タクソノミーやSFDRの観点から適切な金融商品が、短期的な流行・テーマとして短期売買の対象になってしまうことのほうが大きな問題ではないだろうか。そもそもサステナブル投資は長期的なものであり、短期売買はそのコンセプトに反している。また上述のとおりESGの効果はまだ確立されておらず、ESGを考慮したからと言ってリターンが上がる保証はないが、にもかかわらず、過度な期待を投資家に持たせて販売している可能性もあるからだ。

このようにESG投資は販売姿勢とも結びつくため、日本の場合には、顧客本位の業務運営の中で商品面の議論（「ESG ウォッシュ」の回避）に加えて、ESG投資の不適切な販売方法などもモニタリングすべきではないかと考える。また、販売チャネルの特性を見極め、ESG投資との相性が良いチャネルにおいてESG投資を促しても良いのではないかと。例えば、長期投資のための制度である確定拠出年金（DC）やつみたてNISAでは回転売買が起りづらいため、このような制度でのESG投資の活用をもっと議論しても良いのかもしれない。今後の議論の進展に期待したい。

² 「気候変動の緩和」、「気候変動への適応」、「水資源および海洋資源の持続的な利用と保全」、「循環型経済への移行、廃棄物の抑制とリサイクル」、「汚染の防止と管理」、および「健全な生態系の保全」