

ESG インテグレーションの現在

目次

- I. はじめに
- II. これまでの ESG 投資をめぐる動き
- III. ESG インテグレーションとは何か
- IV. 資産クラス別のアプローチ
- V. 具体的事例紹介
- VI. おわりに

受託運用部 主席投資コンサルタント 岡本 卓万
アシスタントポートフォリオマネージャー 渡邊 清香

I. はじめに

スチュワードシップコードや国連がサポートする責任投資原則 (Principles of Responsible Investment : 以下 PRI) を受け入れるアセットオーナーや運用機関の増加とともに、ここ数年 Environment (環境)、Social (社会)、Governance (ガバナンス) を考慮する ESG 投資が急速に広がってきた。日本においても ESG 投資の広がりが加速しているが、特徴的なのは、投資手法の内訳として、企業に対して議決権行使や対話を行う ESG エンゲージメントとともに、投資の意思決定プロセスにおいて ESG 要因を考慮する ESG インテグレーションの割合が多いことである。

本稿では ESG インテグレーションのアプローチと実務での導入状況について解説する。まず II 章で ESG 投資のこれまでの歴史を振り返り、ESG 投資がここ数年で大きく広がった背景を考える。III 章では ESG 投資を分類した上で、ESG インテグレーションがどのような特徴を持つのかを明らかにする。

IV 章では資産別の ESG インテグレーションのアプローチを述べ、資産の特性に応じたプロセスの特徴を解説する。V 章では具体的な事例をもとに個別銘柄分析において ESG インテグレーションがどのように導入されているかを紹介する。まとめとなる VI 章では、有効な ESG インテグレーションに向けて投資先企業と投資家のコミュニケーションの課題について触れることにする。

II. これまでの ESG 投資をめぐる動き

1. ESG 投資の歴史

地球環境問題や人権問題に世の中の関心が集まる中、ESG 要因を考慮した投資、いわゆる「ESG 投資」への注目が高まっている。ESG 投資の起源は、長らく社会的責任投資 (Social Responsible Investment : 以下 SRI) と称されてきた投資手法にある。まずは SRI

の歴史について振り返りたい。

欧米の SRI は、100 年近くの長い歴史を持ち、1920 年代に米国メソジスト派教会が酒、タバコやギャンブルなど、教義に反する業種・銘柄を投資対象から除外した事が始まりといわれている。これは、宗教的倫理観をベースとした投資であり、倫理的投資 (Ethical Investment) とも呼ばれる。1928 年にはフィリップ・キャレーにより米国で最初のオープン型投資信託の一つである「Pioneer Fund」が設立され、「罪ある株 (Sin stock)」を除外するネガティブ・スクリーニングが取り入れられた。

1960 年代以降、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、ベトナムでの反戦運動などの社会運動の一つの手法として SRI が注目されるようになり、株主行動としてもあらわれるようになった。1969 年にはベトナム戦争で使われたナパーム弾を製造しているダウケミカル社に対して、ナパーム弾の製造中止を求める株主提案が行われるなど、宗教基金のみならず、労働組合や年金基金の関心が高まり、こうした株主行動は、現在におけるエンゲージメントの発端ともいえよう。

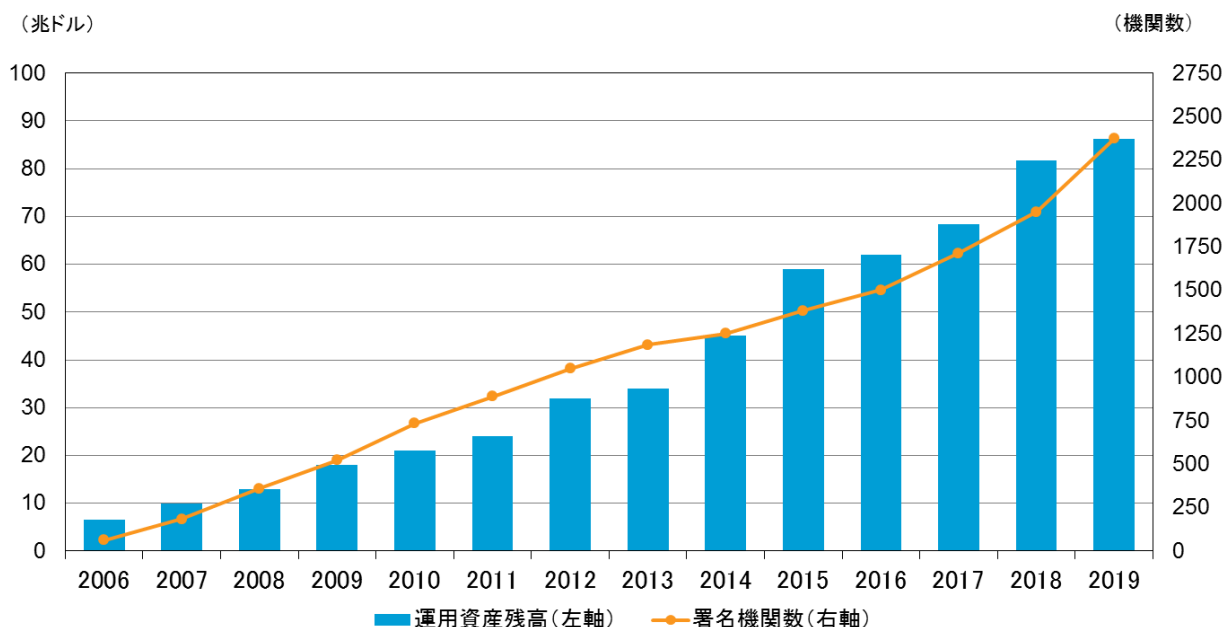
1990 年代～2000 年代にかけて、酸性雨やオゾンホール、地球温暖化など地球規模の環境問題が顕著となったことや、米国のワールドコム事件・エンロン事件¹を背景としてコーポレートガバナンスの脆弱性が取り沙汰されるなど、環境問題・ガバナンス問題などに注目が集まり、SRI はさらに拡大した。1994 年、英国のコンサルティング会社サステナビリティ社のジョン・エルキントンは、トリプルボトムラインの概念を唱え、企業活動を経済側面だけで測るのではなく、環境側面や社会側面も加味した 3 つの側面から評価することが有効であると主張した。こうした世界の動きのなか、日本でも 1999 年に初めて環境側面の評価を考慮したエコファンドが登場した。

このように SRI は一定の広がりを見せたものの、収益よりも社会的責任を優先するというイメージから投資形態の一つとして認知されていたに過ぎなかった。この位置づけを大きく変えたのが本稿冒頭で述べた国連による責任投資原則 (PRI) である。2006 年、当時のアナン国連事務総長が機関投資家に向けて、投資の意思決定プロセスに ESG 要因を反映させるべきだ、とする PRI を提唱した。PRI の策定をきっかけに、収益を追求する投資家を含め、全ての投資家に対して ESG の考慮の必要性が説かれ、世界で ESG 投資という言葉が広く認知されるようになった。PRI 策定時は、68 の署名機関数からスタートし、2019 年 3 月現在、署名機関数は 2,372、運用資産残高は 86 兆ドルを超える (図表 1)。署名機関は、アセットオーナー、運用機関、サービスプロバイダーに分類され、この中でもインベストメント・チェーン²の最上位に位置するアセットオーナーが主導となり、PRI の拡大に寄与している。

¹ 2000 年代初めに米国で起きた粉飾決算事件。企業統治における会計、監査などの制度見直しのきっかけとなった。

² 顧客・受益者から投資先企業へと向かう投資資金の流れを指す。

図表 1 : PRI 署名機関数と運用資産残高



(出所)PRI (2019)より筆者作成

2. ESG 投資が支持を集めるようになった背景

なぜこれほどまでに ESG 投資がブームとなっているのか。本節では、先に述べた SRI と ESG 投資の違いとともに ESG 投資が支持を集める背景について説明したい。

(1) 国連 PRI による功績

SRI は、古くより各時代の社会から企業への期待を投資行動に反映させたものであり、社会的責任を果たすことを目的としてきたため、一般的に「投資によるリターンを犠牲にしても社会的責任を優先させる」特殊な投資としてみられがちであった。加えて、米国においては SRI の social が社会主義 (socialism) を連想させ、限られた投資家に注目されたものであった。

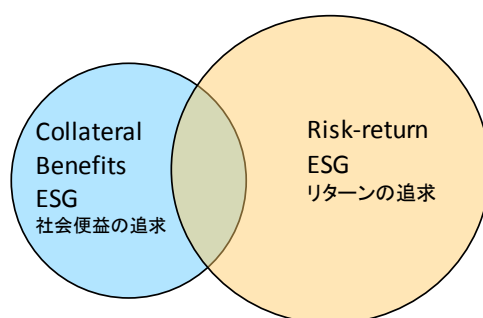
ノースウェスタン大学教授の Schanzenbach et al. (2019)によると、ESG 投資は投資目的別に二つのカテゴリーに分けることができる。一つは『社会便益追求型の ESG 投資 (Collateral Benefits ESG)』、もう一つは『リスクリターン追求型³の ESG 投資 (Risk-return ESG)』である。ここでいう社会便益追求型には、リターンよりも社会的責任を優先するかつての SRI が分類される。一方で、受託者責任を第一義として、リスクリターン

³ 一般には、リターンの向上またはリスクの抑制により、運用効率(リターン/リスク)を向上させることが良い運用であり、受託者責任を果たすものとされている

最大化のために ESG 要因を考慮する運用はリスクリターン追求型に分類される。

2006 年の PRI 策定以前は、主として前者の社会便益追求型が ESG 要因を考慮する投資として認識されていた。しかし、PRI が「財務的リターンの追求を唯一の目的とする投資家であっても ESG 投資を推し進めるべきである。なぜなら ESG 要因を無視することはリターンに重要な影響を及ぼすリスクや機会を無視することに等しいからである」と提唱したことにより、受託者責任を負う投資家の間にも ESG 投資は有効とする考え方が広まった。つまり、PRI をきっかけに後者の『リスクリターン追求型の ESG 投資』という概念が広く認知されるようになったといえる。PRI は、図表 2 に示すとおり、社会便益とリスクリターンという異なる目的を持つ二つの概念をあわせて ESG 投資として再定義し、投資におけるメインストリームに位置づけることに成功した。この結果、ESG 投資は持続的成長に向けた投資活動として世の中に広く浸透するようになり、これは PRI の大きな功績といえよう。

図表 2：ESG 投資の目的別分類



(出所)“Reconciling Fiduciary Duty and Social Conscience: The Law and Economics of ESG Investing By a Trustee” Schanzenbach et al. (2019)より筆者作成

(2) ミレニアル世代の関心

環境問題、人権問題の深刻化とともに、1980 年～2000 年頃に生まれたミレニアル世代の台頭も ESG 投資を後押しする一因である。ミレニアル世代は、アメリカの同時多発テロやリーマンショック、日本の東日本大震災など、若年時に多くの問題を経験してきた世代であるため、他の世代と比べて社会問題に強い関心を持つ特徴があるといわれている。

米モルガン・スタンレーサステナブル投資研究所 (Morgan Stanley Institute for Sustainable Investing) が 2017 年に発表した調査によると、1,000 人の米国個人投資家のうち、サステナブル投資⁴に関心があると答えた割合は全体の 75%であった一方、同じく関心があると答えたミレニアル世代は 86%であり、全体の割合を大きく上回った。ミレニアル世代の投資家は、ESG 関連の様々な情報開示を通じて企業に透明性を求める傾向が強く、

⁴ 持続可能な投資。ESG 投資とほぼ同義であり、米国で好んで使われている。

自分たちの投資判断が環境問題などにポジティブな変化をもたらすことが可能であると信じている、ということが調査結果から読み取れ、ESG投資浸透の一翼を担っている。

(3) 公的年金の動き

次に、公的年金に焦点をあてたい。PRIの推進において重要な役割を果たしているのが公的年金である。2006年4月のPRI策定時、米国のカリフォルニア州職員退職年金基金(CalPERS)やノルウェー政府年金基金等、欧米の主要公的年金が主な署名機関として名を連ねた。世界最大の機関投資家である年金積立金管理運用独立行政法人(Government Pension Investment Fund: 以下 GPIF)も2015年9月にPRIに署名し、「ESGの取り組みに係る基本方針」において次のようにコメントしている。「投資先企業におけるESG(環境・社会・ガバナンス)を適切に考慮することは、この『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』ための基礎となる『企業価値の向上や持続的成長』に資するものと考えられる」。

公的年金は巨額の運用資産を持ち、幅広いアセットクラスに分散してポートフォリオを構築するため、経済・市場全体の一部(「スライス」)を保有していると考えられる。このような投資家をユニバーサルオーナーという。ユニバーサルオーナーは、経済・市場全体の一定部分を保有しているが故に、個別企業のパフォーマンスだけでなく、負の外部効果⁵を排除することによって健全かつ経済的に持続可能な金融市場に貢献することができ、自身の長期的なパフォーマンス向上にも資することができると考えられる。

3. 受託者責任の観点での議論

ここまでESG投資が拡大した背景について説明してきたが、最後にESG投資と受託者責任の関係について、法的観点から米国と英国の事例を用いて解説する。受託者責任の中心となるのは、忠実義務と善管注意義務であり、忠実義務とは、加入者や受給者の利益のためだけに忠実に職務を遂行する義務である。ESG投資が投資リターン以外の社会便益を目的としており、加入者等の利益を追求する忠実義務に違反しているのではないかという議論が長年欧米を中心に行われている。

米国では、受託者責任を規定する従業員退職所得保障法(Employee Retirement Income Security Act of 1974: 以下 ERISA 法)を所管する労働省が、ESG投資と受託者責任の関係性について法令解釈通達を出している。ERISA法においては、「受託者は、投資によって得られる付随的な社会便益を達成するために、財務的リターンを犠牲にしてはいけない」と義務づけられている。そこで労働省は2015年、解釈通知として、「同様のリスクを有する他の投資手法と同様のリターンをもつのであれば、ESG投資を選択しても受託者責任に反しない。ESG要因は投資の財務価値と直接的な関係がある可能性があり、その場合はリスクと

⁵ ある企業のビジネス活動がその外部である市場全体に悪影響を及ぼすことを指す。

リターンの観点から適切に考慮すべきである」と発表しており、ESG投資が受託者責任に違反するものではないと結論づけている。

一方、英国ではどうだろうか。2014年に発表された法律委員会の報告書「投資仲介者の受託者責任」では、「ESG要因や倫理的な要因であっても、財務的に重要性のある要因は考慮すべきである」と結論づけている。非財務的要因についても触れられており、「年金加入者が同じ見方を共有していると信じる理由があり、重大な財務的損害をもたらすリスクがないのであれば、非財務的要因を考慮することも法的に許容される」としている。ESG投資と受託者責任の関係についての解釈に、米国との微妙な差があるといえよう。

また、英国政府は2019年1月より、職域年金基金に対して実務方針(Code of Practice)において、(ESGや気候変動を含む)財務的に重要性のある要因をどのように考慮するかや、(年金加入者の見方といった)非財務的要因について考慮する場合のその程度、についての記載を義務化(2019年10月から)するなど、ESG投資のさらなる拡大に向け、様々な改正を行っている。

英国労働年金大臣であるGuy Opperman氏は2019年6月のスピーチで次のようにコメントしている。「The financial risks from climate change are too important to ignore.(気候変動からくる財務的リスクは蔑ろにするにはあまりにも重大である)」。このコメントにあるように、ESG要因の考慮は環境と社会に対する責任を果たすために不可避であるという風潮が欧州を中心に高まっており、今後も行政による推進は加速していくであろう。

なお日本では、ESG投資と受託者責任との関係を法令上規定したものは存在しないが、日本版スチュワードシップコードにESG投資について言及した部分がある。すなわち、指針3-3において、スチュワードシップ責任を適切に果たすために当該企業の状況を把握すべき項目として、ガバナンスや企業戦略、業績、資本構造の他、「事業におけるリスク・収益機会(社会・環境問題に関連するものを含む)」が挙げられている。

また、厚生労働省が確定給付企業年金の資産運用関係者に求められる行動の指針として提示する「確定給付企業年金にかかる資産運用関係者の役割及び責任に関するガイドライン」では、運用受託機関の選任・評価の基準として「日本版スチュワードシップコードの受け入れやその取り組みの状況、ESGに対する考え方を定性評価項目として検討することが望ましい」とされている。これらより、日本においても受託者責任の観点からESG要因の考慮の検討が推奨されているといえるだろう。

Ⅲ. ESG インテグレーションとは何か

1. ESG 投資の分類と世界の投資状況

環境保護や社会問題などへの取り組みを考慮して、持続可能な投資を普及するための国際組織である GSIA (Global Sustainable Investment Alliance) の定義によれば、ESG 投資は主に 7 つの手法に分類される (図表 3)。本章では、ESG 分析を投資の意思決定プロセスに組み込む ESG インテグレーションについて説明する。

図表 3：代表的な ESG 投資の手法

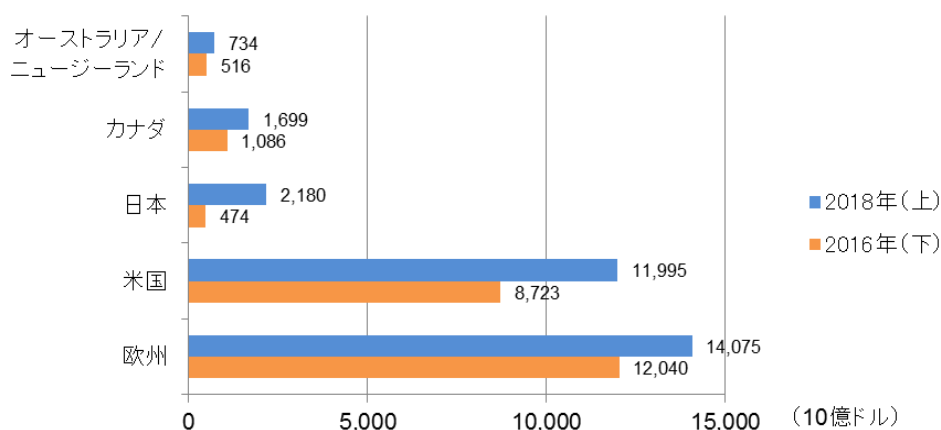
	投資手法	概要
1	ネガティブ・スクリーニング (Negative/Exclusionary screening)	武器製造やギャンブルなど ESG の観点から問題のある企業を投資対象から除外する
2	ポジティブ・スクリーニング (Positive/Best-in-class screening)	同業種の中で ESG 評価の高いセクター・企業・プロジェクトを投資対象として組み入れる
3	規範に基づくスクリーニング (Norms-based screening)	国連グローバル・コンパクト等の国際的な ESG 基準を満たしていない企業を投資対象から除外する
4	ESG インテグレーション (ESG integration)	ビジネスモデルや財務諸表の分析だけでなく、ESG 分析も投資の意思決定プロセスに組み込む
5	サステナビリティ・テーマ投資 (Sustainability themed investing)	気候変動・食糧・農業・水資源・エネルギーなど、持続可能性に関する特定のテーマに投資する
6	インパクト投資 (Impact/Community investing)	社会問題や環境問題の解決や地域開発を目的とした投資
7	議決権・エンゲージメント (Corporate engagement and Shareholder action)	議決権行使や投資先企業との対話を通じて、ESG への取り組みを促すなど企業行動に影響を与える

(出所) "Global Sustainable Investment Review 2018" GSIA より筆者作成

GSIA は今年 3 月、ESG 投資の統計書「Global Sustainable Investment Review (GSIR)」の 2018 年度版を発表した。GSIR の報告に基づいて、ESG 投資の地域別・手法別のトレンドをみていきたい。

世界全体の ESG 投資額は、前回の統計時の 2016 年から 2018 年までの 2 年間で 34% 増加し、約 30 兆ドル規模まで拡大した。図表 4 は、国別の ESG 投資額である。2016 年から 2018 にかけて最も成長率が高かったのは日本、次いでオーストラリア/ニュージーランドとカナダである。ESG 投資額の上位 3 地域は、欧州、米国、日本となった。

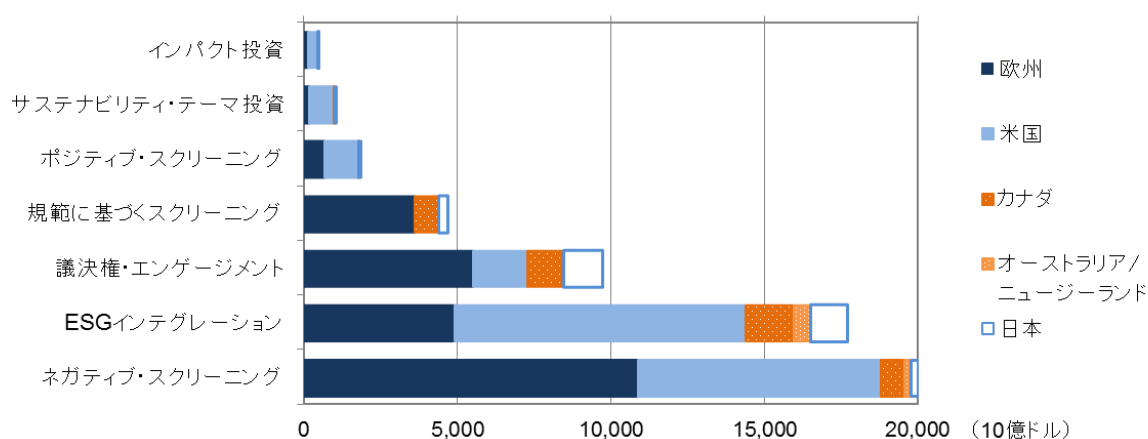
図表 4：世界の ESG 投資額



(出所) "Global Sustainable Investment Review 2018" GSIA より筆者作成

ESG 投資の手法別残高をみると、図表 5 に示すとおり、欧州では SRI が盛んであった背景もありネガティブ・スクリーニングが最も多い手法であることがわかる。一方で、米国、カナダ、オーストラリア/ニュージーランドでは、ESG インテグレーションが主流であり、日本においては議決権・エンゲージメントと ESG インテグレーションがほぼ同じ割合で最多となっている。

図表 5 : ESG 投資手法別・地域別残高(2018 年)



(出所)“Global Sustainable Investment Review 2018”GSIA より筆者作成

日本の ESG 投資市場は急拡大しており、2016 年において全体の 3% であった ESG 投資額が 2018 年には 18% まで成長し、欧州、米国に次ぎ世界で三番目に大きい市場となった。GSIR の報告では、日本の急成長の要因について次の二つをあげている。一つは、行政による推進である。2013 年に閣議決定された「日本再興戦略」を受けて、金融庁は 2014 年、機関投資家が投資先の企業やその事業環境等に関する深い理解に基づく建設的な「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向上や持続的成長を促すことを目的とする、日本版スチュワードシップコードを策定した。また、2015 年には企業側が適切なガバナンス機能を発揮することを目的としたコーポレートガバナンスコードが発表され、フォローアップミーティングも実施されていることから、日本の ESG 投資市場の大きなイニシアチブとなっていると同庁はコメントしている。

もう一つは、巨大なアセットオーナーである GPIF による ESG 投資の推進である。GPIF は 2015 年、PRI の署名機関となり、その後もグローバル・アセットオーナーフォーラムの発足やスチュワードシップ活動に関する上場企業向けアンケートの実施および公表など、強力なイニシアチブを取りながら機関投資家に向けて働きかけを行っている。現在では内外株式パッシブ運用において 5 つの ESG インデックス⁶を採用し、日本の ESG 投資をリードする存在となっている。

⁶ FTSE Blossom Japan Index、MSCI ジャパン ESG セレクト・リーダーズ指数、MSCI 日本株女性活躍指数、S&P/JPX カーボンエフィシエント指数、S&P グローバル大中小型株カーボンエフィシエント指数(除く日本)。

2. ESG インテグレーションの投資目的

II章で述べたように ESG 投資には社会便益追求を目的とするものと、リスクリターン追求を目的とするものがある。投資を行う際にどちらの目的に重点を置くかはアセットオーナーによって異なるであろうし、それによって適用すべき ESG 手法も異なったものになると考えられる。

社会的課題の直接的な解決を目指すインパクト投資や、ESG の観点で問題のある企業を除外するネガティブ・スクリーニングといった手法は、社会便益追求に重点を置く場合に適用される。一方でエンゲージメントや議決権行使といった株主行動は使い方によって社会便益追求、リスクリターン追求のどちらの目的にも適用可能と考えられる。

投資意思決定プロセスにおいて ESG 要因を考慮する ESG インテグレーションは、本来はどちらの目的にも適用可能と考えられる。しかしながら、既存の投資戦略がリスクリターン追求目的であることが圧倒的に多いことを考えると、ESG インテグレーションを適用する場面としては、リスクリターン追求を目的とすることが殆どであろう。

また、既存の投資意思決定プロセスの枠組みや投資目的を変更せずに導入可能であるという特性を持つことは、日本において ESG インテグレーションが急速に広まっている理由の一つといえる。つまり、既存の運用プロセスを生かしながら、ESG 要因の考慮を追加することで、リスクリターンを向上させるという運用目的の強化に資することができたことから、ESG インテグレーションがファンド・マネジャーにもアセットオーナーにも広く受け入れられたと考えられる。

従来からアクティブ運用は企業価値評価において財務要因に加えて非財務要因を考慮していた。非財務要因には今でいう ESG 要因も含まれていたはずである。言い訳がましく聞こえるかもしれないが、実は ESG インテグレーションは(投資手法としてわざわざ分類していなかっただけで)ずいぶん昔から導入されていたともいえるのである。

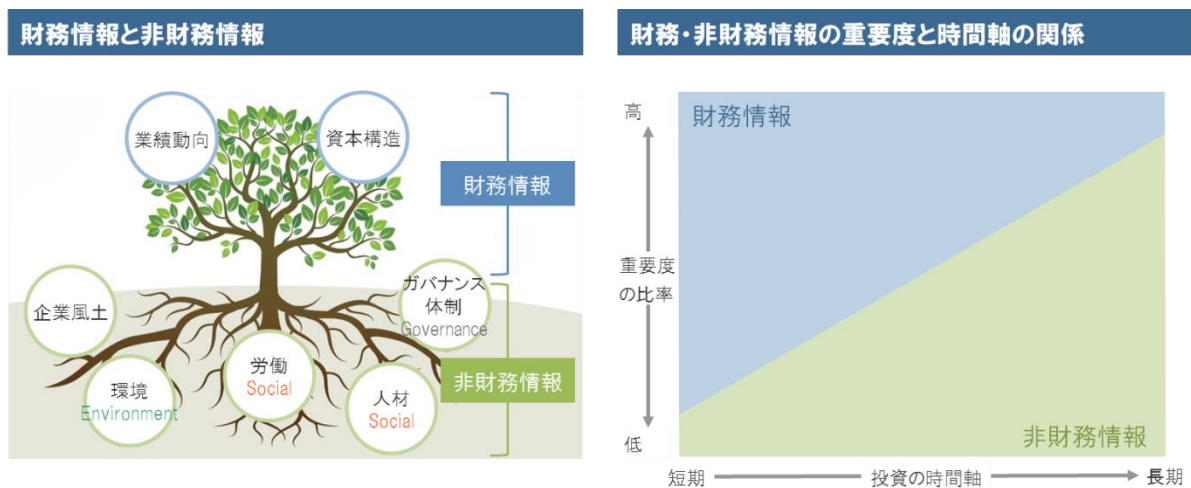
ただ、昔と比べて ESG 要因を考慮すべき場面が飛躍的に増えているのは事実といえる。例えばコーヒー豆を買うときに、品質と価格にそれほど差がなければ、バードフレンドリーといわれる環境負荷のより小さい方法で生産されたものを選択する消費者は多い。また、衣料品などの生産工程で新興国の労働者が過酷な労働条件に晒されているといったニュースが広まると、その商品を販売する企業の売りに影響するケースも目にしているところである。このように ESG 要因が投資先企業の機会にもリスクにもなる局面が非常に多くなっている。リスクリターン追求を目的とするアクティブ運用であっても投資判断において ESG 要因を考慮することがより重要になっている。

リスクリターン追求を目的とする ESG インテグレーションは、環境・社会便益の向上と両立しないと考えるのは誤りである。ESG インテグレーションは環境・社会便益の向上を利益に結び付けられる力をもった企業を選別し投資することを通じて、企業のさらなる成長を促す。それら企業の成長につれて環境・社会便益の向上も促されることになる。まるでア

ダムスミスという「見えざる手」に導かれるように ESG インテグレーションは環境・社会便益を向上させるカタリストになると考えられる。

投資判断において考慮すべき情報は、財務情報と非財務情報に分けられる。図表6に示すように、非財務情報は企業風土や経営理念・戦略といった情報に加え、環境(E)、労働・人材(S)、ガバナンス体制(G)といった要因が含まれる。財務情報はその殆どが過去あるいは現在の情報であるのに対し、非財務情報は将来の企業価値に影響を与えるという意味で投資家は重視している。特に5年後 10年後といった長期の時間軸でいえば、非財務情報の影響がより大きくなると考えられ、投資判断において ESG 要因を考慮することは長期投資家にとって必須条件になりつつある。

図表6：財務・非財務情報と投資における時間軸



(出所)三菱 UFJ 信託銀行作成

本稿は ESG インテグレーションに焦点を当てているが、実際のファンド運営においては複数の ESG 投資手法を組み合わせることが多い。例えば、ESG インテグレーションで銘柄の評価を行う前に、スクリーニング(ネガティブ、ポジティブいずれもあり得る)を行い投資対象を絞り込む場合がある。具体的には、アセットオーナーの指図でタバコや酒といった「罪ある株式」を排除する場合や、そもそも投資コンセプトに合致しない銘柄を排除するスクリーニングが使われる。また、ESG インテグレーションで組み入れた銘柄に対し、議決権行使やエンゲージメントといった株主活動を行うこともある。中でもエンゲージメントは、企業に対し企業価値向上に向けたガバナンスを促す際や、経営者の理念・方針が持続的成長とどのように関連しているかについて認識を確認するのに有効といえる。

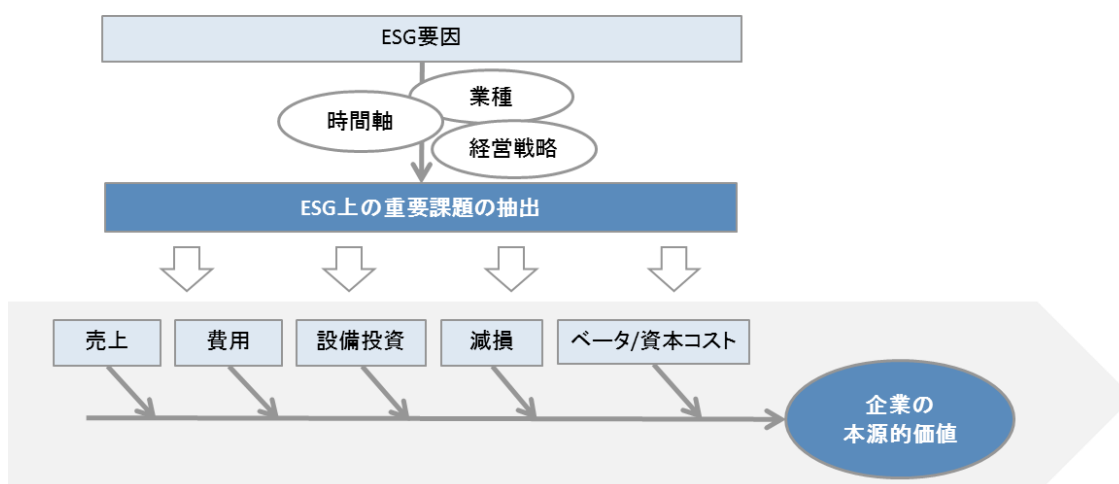
Ⅳ. 資産クラス別のアプローチ

ここからは、資産別あるいは戦略別の ESG インテグレーションのアプローチをみることにする。資産によるリスク特性の違いや運用戦略の違いによって、ESG インテグレーションのやり方もおのずと異なってくる。

1. 株式(アクティブ運用)

CFA(Chartered Financial Analyst)協会は PRI と協働して ESG 投資に関する報告をいくつかまとめているが、その一つ “Guidance and case studies for ESG integration: equities and fixed income” で世界のファンド・マネジャーが ESG インテグレーションをどのように行っているかを調査している。同報告での説明をもとにマネジャー・アクティブ運用における企業分析プロセスへの ESG インテグレーションのアプローチを図表7にまとめた。

図表7：企業分析における ESG 要因の統合



(出所) “Guidance and case studies for ESG integration: equities and fixed income”, CFA institute (2018) より筆者作成

ESG インテグレーションのプロセスは、ESG 上の重要課題を抽出することからスタートする。ESG に関する項目は様々なものがあるが、業種、経営戦略など企業固有の特性、あるいはどのくらい先の時間軸をとるかによって、将来の業績やそのブレに大きく影響する ESG 要因は異なる。長期的目線で企業評価を行う際は将来の業績やそのブレに影響する ESG 上の重要課題に絞り込んで議論する必要がある。

次に ESG 上の重要課題がどのような経路で企業価値に影響を与えるか検討する。環境課題がトリガーになるケースを想定すると、環境問題による製品の売上低下、環境対策のための費用の増加や設備投資の増加あるいは設備の除却による減損、将来の環境問題についての不確実性の増加に伴う投資家が要求するリスクプレミアムの増加など、一つの ESG 課題は企業の将来のキャッシュフローや資本コストなど多面的に影響する。

最後に、将来のキャッシュフローを割り引くことで ESG 要因考慮後の企業の本源的価値

が算出される。ESG 要因考慮後の本源的価値と現在の株価時価総額を比較すれば、今の株価が割安・割高といった判断ができる。あるいは市場ではあまり認知されていない ESG 要因による企業価値への影響が大きい場合、いずれその要因が市場で認識されることを見越して先回りした投資行動をとることができる。

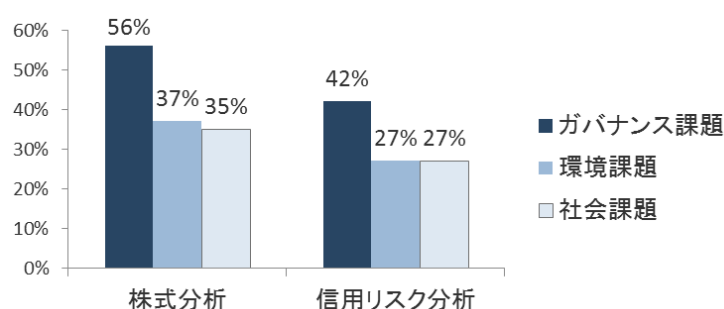
ESG 課題はしばしば5年後、10年後といった遠い将来の業績に影響する。したがって最終的に現在の企業価値に与える影響を正確に推計するのは難しい。とはいえ、ESG 課題の存在と、その企業価値への影響を大まかに認識しておくことは、大きな投資機会になる。

2. 債券(アクティブ運用)

株式と比較して債券投資における ESG の取り組みは遅れているといわれる。理由としては、償還期日、担保、発行体など発行条件が複雑、債券保有者は議決権行使ができず効果的なエンゲージメント(対話)もできない、などが挙げられているが、大きな要因は、債券はリターンのアップサイドが限られていること、価格変動要因の殆どが金利や格付けによって決まってしまう、ESG 要因が限界的にしか関係しないと考えられているためと思われる。また、ESG 要因はすでに格付けに織り込まれているはずという考え方や、3～5年の比較的短い期間を満期とする中期債であれば、ESG 要因は投資判断に影響しにくいという考えもある。

図表8に示すとおり、CFA(2018)による調査でも、株式分析と信用リスク分析を比較した場合、ESG 要因を考慮すると回答した投資家の割合は株式の方が多い。このことから、債券投資においては株式ほど ESG 要因が考慮されていないことがわかる。

図表8：投資分析において重要な ESG 課題を統合するとした投資家の割合



(出所) CFA institutes, “Guidance and case studies for ESG integration: equities and fixed income”, (2018)より筆者作成

しかしながら、長期投資の観点からは債券投資においても ESG 要因は考慮に値する。長期投資家は、その債券一銘柄に投資しているのではなく、特定の発行体が継続して発行する債券に投資し資金調達を支えている。したがって、償還期限までではなく発行体が存在し続ける期間を投資期間と捉えることができる。つまり、株式と同じ長期に亘っての投資であるため、ESG 要因を含めた非財務要因は債券投資においても重要と考えられる。

ESG 要因はすでに格付けに織り込まれているはずだという意見もあるが、どうだろうか。PRI (2017) の調査では、格付け機関が視野に入れている投資期間は投資適格債において 3～5 年、国債でも 10 年程度とのことである。これより長い期間のリスクを考慮する際には ESG 要因が信用リスクに与える影響を考慮する意義があると考えられる。

債券投資における ESG インテグレーションにおいて、先行的な取り組みとしてソブリン債(国債など、各国の政府または政府関係機関が発行する債券)における事例について触れておきたい。国債を含めたソブリン債は発行期間が長いものが多く、超長期のリスクを分析するにあたり ESG 要因を考慮することが有効と考えられる。

図表 9 にソブリン債投資において一般に考慮される ESG 課題を列挙した。体制の安定性や法整備といったガバナンス要因はもちろんだが、教育水準、健康水準、人権問題といった社会課題も取り上げられていることが特徴といえる。なぜならソブリンの債務履行を担保するのは究極的にはその国における将来の国民所得であると考えられるからである。

図表 9 : ソブリン債投資において一般に考慮される ESG 課題

E: 環境課題	S: 社会課題	G: ガバナンス課題
炭素排出量 クリーンエネルギー 自然災害 資源消費	教育水準 健康水準 安全性 格差是正 人権問題 労働・経済水準	国民の政治関与 法整備 体制の安定性・効率性 環境ガバナンス 社会ガバナンス

(出所) Sustainalytics 社が採用する観点・要因を参考に筆者作成

超長期のソブリン債のデフォルトリスクを検討する際には、単にその国の足元の財政状況や見通しを見るだけでなく、ESG 要因を加味することで、将来に亘って社会や制度が健全に維持されるかについても検討が可能になる。

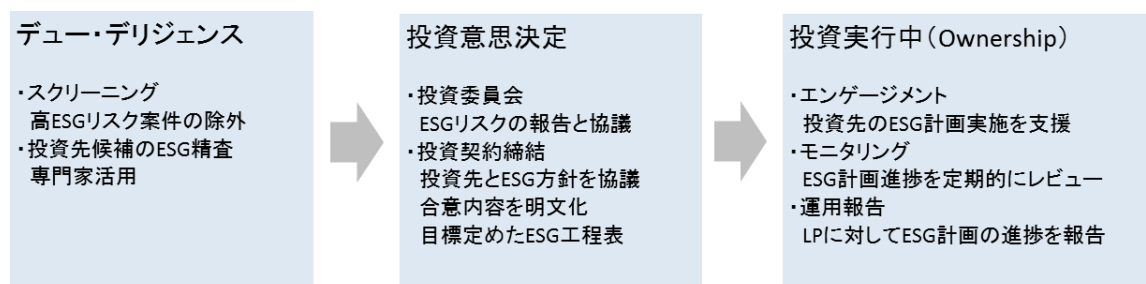
3. オルタナティブ(プライベート・エクイティ)

プライベート・エクイティ(Private Equity: 以下 PE)などオルタナティブ資産における ESG インテグレーションについて述べる。PE の投資先は比較的小規模の企業や創設間もないベンチャー企業など、ESG において課題を抱える企業も少なくないと考えられる。逆にいえば、適切に対応することで ESG 課題を大幅に改善する余地があるともいえる。また、プライベート投資の特性として、投資先の資本のかなりの部分を握ることが多く事業への関与度が高いことがある。結果として、デューデリジェンス、投資契約の締結、投資期間中の経営関与などを含めた投資プロセス全体において ESG の取り組みを投資先に働きかけやすいと考えることもできる。

欧米の大手 PE ファンドにおいては、以上のような観点から投資プロセスに ESG 要因の考慮を組み入れる先行的取り組みが行われている。図表 10 にゼネラルパートナー(出資組合

において計画の立案・執行を行い無限責任を負う投資家：GP)が投資の各段階でどのように ESG インテグレーションを行うかを記載した。

図表 10：欧米の大手 PE ファンドにおける ESG インテグレーション(例)



(出所) “Integrating ESG in Private Equity: A Guide for General Partners”, PRI (2014) より筆者作成

まず、デューデリジェンスでは ESG リスクの高い案件が除かれる。その上で投資先候補の精査が実施されるが、その際に専門家も活用しながら ESG リスクの詳細についても精査される。次の投資意思決定段階では、ESG リスクの内容および対応策が報告されたうえで投資委員会にかけられ投資の可否が決定される。また、投資先とは ESG に関する対応方針について合意し、合意内容を明文化する。さらに投資実行中は投資先の ESG 計画実施を支援し、定期的にモニタリングを行い進捗をレビューする。最後にリミテッドパートナー(有限責任投資家：LP)に対して行う運用報告の際に ESG 計画の進捗についても併せて報告される。

非上場企業やベンチャー企業においても ESG の取り組みは欠かせない。これら企業にとっては PE からの投資を受けることで、ビジネスだけでなく ESG への取り組みにも注力することに繋がり、企業成長と社会貢献の両方をバランス良く実現することが期待できる。

4. パッシブ運用における ESG 投資

パッシブ運用においても ESG 要因を考慮する動きが進んでいる。目立った動きとして ESG インデックスの普及が挙げられる。ESG インデックスは、主に ESG スコアの高い銘柄を多く組み入れる手法で構築されるインデックスである。すでに GPIF が5つの ESG インデックスに対する運用を開始しているが、インデックスベンダーも数多くの ESG インデックスを開発するなど、ESG インデックスの導入の動きは世界的に盛んになっている。

(1) リスクリターン向上

ESG インデックスへの投資目的は、第一にはリスクリターン向上を図ることといえる。ESG スコアの良い企業は持続的な成長をもたらすと考えると、そのような企業を多く組み入れる ESG インデックスも長期的には収益率が高くなると考えられるからである。また ESG 上のリスクが小さいため業績のブレが小さく、リターンの変動リスクが抑制されることも期待される。

ESG インデックスにリスクリターン改善効果があるかどうかについては、多くの研究がなされているものの、まだ定まった説はないのが実態で、過去の実績などをみても市場によって結果はまちまちといったところである。図表 11 に世界株とエマージング株の二つの市場で ESG インデックスとその親指数(同じ投資対象の従来インデックス)の過去の実績を比較した例を示す。

これをみると、エマージング株については親指数に対し ESG インデックスがいずれの期間でも収益率で上回り、リスクでも 5 年、10 年という期間で見ると小さいという結果となった。エマージング市場においてはリスクリターン改善効果が表れているといえそうだ。

図表 11 : ESG 指数と親指数の実績比較 (2007/10-2019/5)

	収益率(年率%)			標準偏差(年率%)		
	過去3年	5年	10年	過去3年	5年	10年
MSCI World ESG Leaders	9.24	6.05	10.50	10.66	11.15	13.09
MSCI World	9.62	6.22	10.57	10.87	11.40	13.17
MSCI EM ESG Leaders	10.69	4.31	8.75	14.24	15.14	16.62
MSCI EM	9.88	1.79	5.03	13.62	15.58	17.42

(出所) MSCI の資料から筆者作成

一方、先進国株では、ESG インデックスは親指数に対し収益面で僅かに劣後し、リスク面でも僅かな改善にとどまるという結果となった。先進国においてリスクリターン特性の改善がみられない理由の一つは、流動性の高い先進国市場では ESG スコアが良い企業はすでに株価がそれを織り込んでしまっている可能性があるからと考えられる。市場がまだ成熟していない新興国の方が ESG インデックスの導入は有効なのかもしれない。

ESG スコアの作り方もまだ改良の余地があるといえる。実はインデックスベンダーによって ESG スコアの出方は異なり、ある企業の ESG スコアがベンダーによっては正反対に出るケースがあることも知られている。

(2) 環境・社会便益の向上

ESG インデックス採用の第二の目的として、ESG スコアの高い企業に投資することを通じ環境・社会便益を向上させることが挙げられる。ESG スコアがその企業の環境・社会便益向上力を反映しているならば、こちらの目的は達成できそうだ。さらに副次的効果として、新たに ESG インデックスに組み入れられたいという企業の ESG 改善努力を促すことが期待できる。つまりインデックス非採用企業の ESG も向上させ、市場全体の ESG スコアを引き上げ、ひいては市場全体として環境・社会便益の向上が期待できる。

パッシブ運用におけるエンゲージメントや議決権行使といった株主活動についても触れておく。パッシブ運用の場合、原則としてインデックスに含まれる銘柄に幅広く投資する。そのため、ユニバーサルオーナーと呼ばれる巨額の運用資金を持ち市場全体に広く分散投資を

行う投資主体と同様に、ある企業のビジネス活動がその外部である市場全体に悪影響を及ぼすいわゆる「負の外部効果」に晒されることになる。これを抑制するために、パッシブ運用においてはエンゲージメントや議決権行使といった株主活動を通じて負の外部効果をもたらす企業に働きかけを続けることが重要となる。

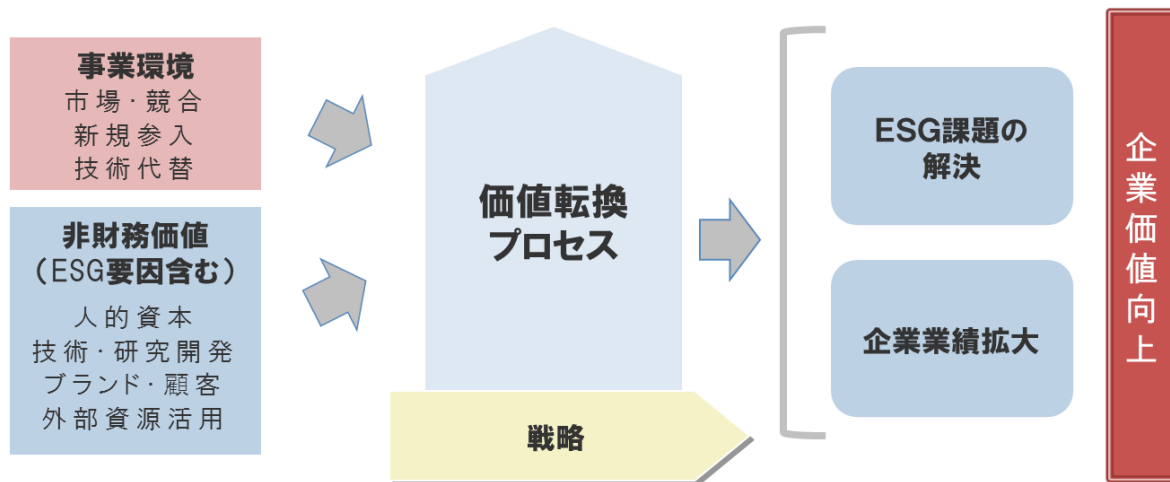
V. 具体的事例紹介

1. 株式(アクティブ運用)における ESG インテグレーション事例

ここからは、株式のアクティブ運用における、ESG インテグレーションの具体的事例を紹介したい。ESG における重要課題は企業によって異なり、それにどう対応するかは企業にとって差別化と企業価値向上のカギとなるものである。ESG 課題の解決を通じて企業が自らの持続的成長につなげられているかに着目するアクティブ投資家もいる。

図表 12 に、企業が事業環境を認識し、自らが持つ(ESG 要因を含む)非財務価値を活用してそれらを企業業績と ESG 課題の解決に繋げるプロセスを図示した。弊社ではこれを「価値転換プロセス」と呼んでいる。

図表 12：価値転換プロセス



(出所) 筆者作成

事業環境は業態によって共通する部分も多いが、非財務価値はその企業が過去から築いてきた人的資本、ブランド、顧客基盤や開発力など企業固有のものである。これらを組み合わせ、企業業績につなげる経営戦略を構築するのが価値転換プロセスといえる。

ポイントは、企業業績拡大と同時に ESG 課題の解決を同時に達成することである。このことで、企業価値が向上すると同時に企業への社会・顧客の支持がより確固たるものとなることを通じ非財務的価値が強化され、価値転換プロセスがさらに続くことになる。つまり企業価値向上のループがさらに強化され、持続的な成長が達成されるわけである。

弊社では、企業分析の際にこの価値転換プロセスの有効性を評価するとともに、投資先企業とのエンゲージメントを通じて価値転換プロセスに関する投資先企業との認識の共通化を

図ることにより、企業価値向上の持続可能性を見極めるようにしている。

2. 債券(アクティブ運用)における ESG 投資に向けた動き

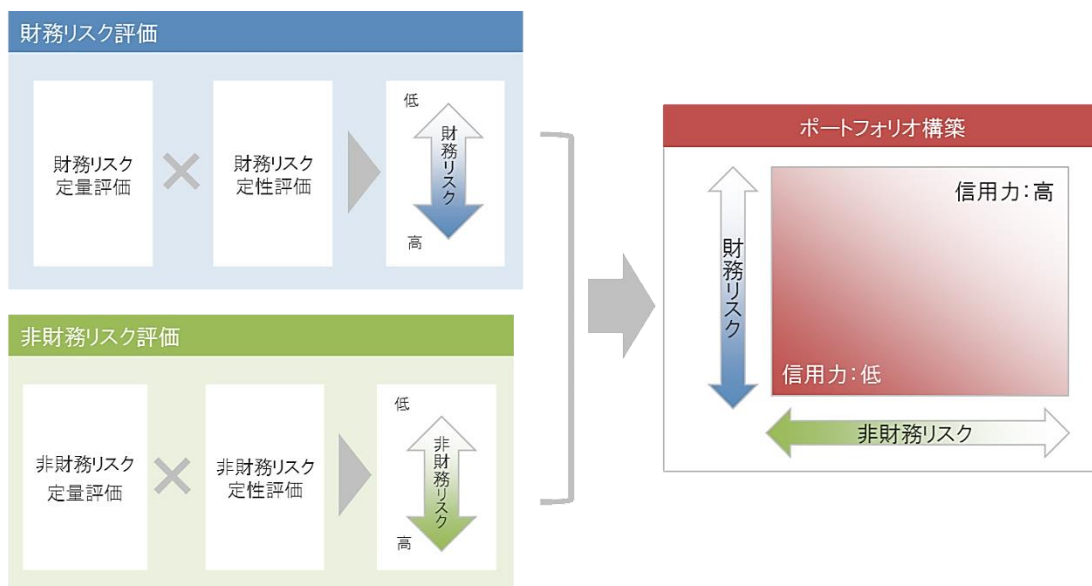
債券アクティブ運用における弊社での ESG 投資は、ESG インテグレーションとエンゲージメントの二つに大きく分類できる。

ESG インテグレーションについては、株式に比べ事例が少なく、一般的な手法が定まっていないが、弊社では ESG 要因を非財務情報として織り込み、発行体の信用力評価を行うアプローチを取っている。事業債投資において ESG インテグレーションを行う場合、企業のどの部分に注目すべきだろうか。弊社のクレジットアナリストは「原則、株式投資の場合と変わらない」と考えており、想定する投資期間が長ければ債券でも株式でも着目すべき点は同じと認識している。

ESG の「機会とリスク」の観点でいうと、株式では機会とリスクの両面に着目して企業評価を行うのに対し、アップサイドとダウンサイドが非対称であるという資産特性を有する債券では主にリスクに着目したアプローチを取っている。ダウンサイドリスクの抑制を主な目的として ESG 要因をリスクの観点から信用力評価に織り込むことは有効と考えられる。

弊社事例では、図表 13 に示すように、財務、非財務ともに定量・定性面からリスク評価を行い、ポートフォリオ構築に反映させている。非財務リスク評価では、開示情報等から算出した弊社独自の ESG 評価とアナリストによる調査を通じて、今後の財務戦略、財務基盤に与える影響を分析しており、この結果が最終的なポートフォリオのウェイト決定に影響する。

図表 13：債券投資における ESG インテグレーション

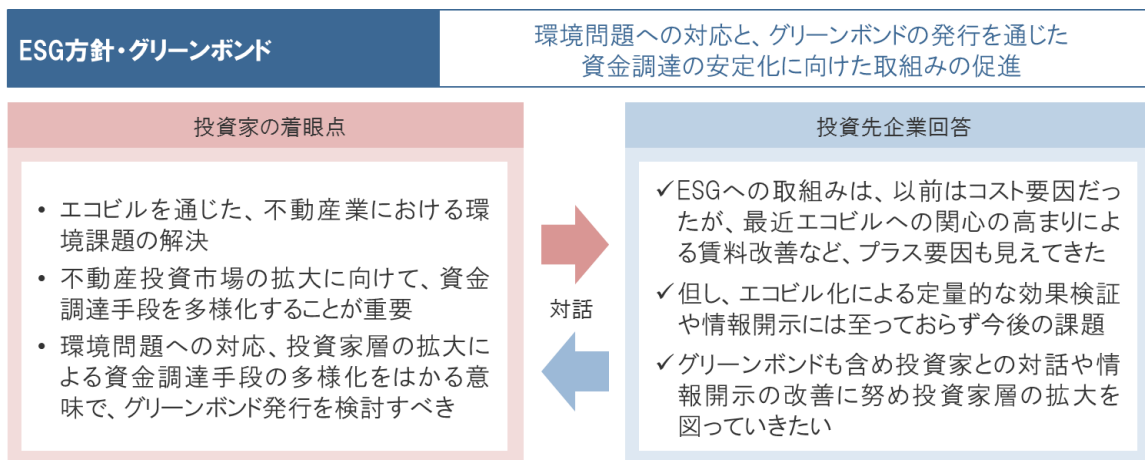


(出所) 筆者作成

債券投資におけるエンゲージメントについては、IV章で述べたとおり様々な議論があるが、弊社でのエンゲージメントの目的は、短期的な信用力の維持・向上に向けた取り組みだけでなく、長期的な視点で発行体の持続可能性について認識を共有することである。発行体の事業活動と社会便益の向上が結びつくことによって、企業の持続可能性、ひいては社会全体の持続可能性の向上につながり、このような相乗効果が結果として、II章で述べた『リスクリターン追求』と『社会便益追求』を両立させる取り組みとなると弊社では考える。信用力分析の過程で認識した ESG を含む非財務面の課題をテーマとして発行体と対話を行い、企業側の情報開示が十分でないとは判断される場合はさらなるヒアリングを実施している。

ここで、グリーンボンド発行についてのエンゲージメント事例を紹介したい(図表 14)。グリーンボンドとは、再生可能エネルギーの導入や温室効果ガス排出抑制といった環境事業に資金用途を限定して発行する債券である。不動産ビジネスを幅広く展開するリート投資法人等は、保有不動産に対する環境性能の向上、省エネのための設備改修を通じた物件価値向上、テナントの満足度向上による賃料収入増加等が期待され、環境問題への取り組みが企業価値向上に繋がると考えられている。

図表 14 : グリーンボンド発行についてのエンゲージメント事例



(出所) 筆者作成

国交省は、2016年3月の不動産投資市場政策懇談会で、2020年までに不動産投資市場を30兆円規模まで拡大させるとの成長戦略を発表した。不動産投資市場のさらなる拡大は投資法人にとって事業活動の拡大を後押しするものであるが、その実現に向けては、現状に限られた市場規模や資金調達手段が大きな課題であり、リート投資法人債市場の発展は今後ますます重要になってくる。弊社ではリート投資法人債市場の現状認識やグリーンボンドの位置づけを確認し、投資家層の拡大を促す目的で発行体との対話を行っている。対話を通じて、持続的な成長に向けた議論、課題の共有ができ、今後の物件価値向上への取り組みの促進やグリーンボンドの発行を通じた資金調達の安定化、ひいては発行体の信用力の維持・向上の

可能性を確認することができると考えている。

以上、弊社の株式および債券のアクティブ運用での取り組みの一部をご紹介した。このうち、債券運用での ESG 投資の取り組みについては、緒についたばかりではあるが、今後の取り組みの活性化・浸透を期待したい。

VI. おわりに

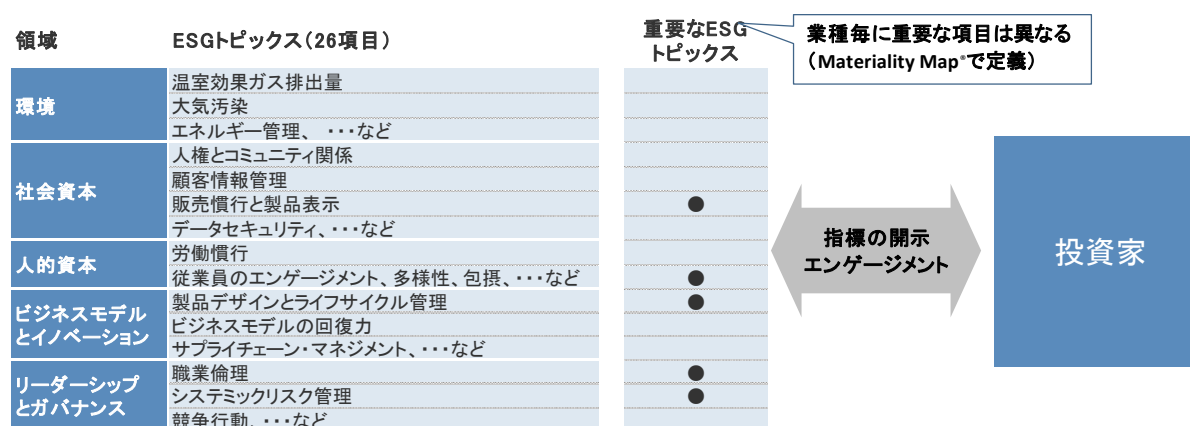
本稿では、ESG インテグレーションをテーマにその普及の背景やアプローチ、具体的取り組み事例を紹介した。日本でもいよいよ ESG 投資が本格的な広がりを見せてきた。日本の ESG 投資はエンゲージメントとインテグレーションの二つの手法が主流になりつつある。どちらの手法においても、投資先企業と投資家とのコミュニケーションを通じて ESG における重要課題について共通の認識を持つことが重要である。

GPIF が今年5月に発表した「第4回 機関投資家のスチュワードシップ活動に関する上場企業向けアンケート」では、IR ミーティング等における機関投資家の変化について約4割の回答者が「好ましい」と回答している。また、企業の経営戦略に関する機関投資家との議論の時間軸は、半数以上の企業が「中長期目線になってきている」と回答するなど、企業と投資家のコミュニケーションは着実に深化していることが窺われる。

一方、同じアンケートの中で、対話における機関投資家への期待として、「非財務情報の何に注目し、どのように(投資意思決定に)活用されているのか共有できると、開示の質がより高まる」、「ESG については企業側もまだ理解できていないことが多く、機関投資家が知りたいポイントも押さえられていない」といった意見もある。これは投資家とのコミュニケーションにおいて何が ESG における重要課題なのかについて、認識が十分に共有されていないことを示唆している。

何が ESG における重要課題であるかは、企業によって異なるが、類似の業種であれば課題項目は共通した部分が多いと考えられる。米国サステナブル会計基準審議会(Sustainable Accounting Standard Board: SASB)は、ESG(SASB では「サスティナビリティ」と表現)課題のユニバースとして26項目のトピックスを定めるとともに、77の業種毎に重要な項目を特定する作業を行い、業種と重要な ESG 課題の関係を整理した Materiality Map®を作成し公表している。SASB における重要性の選定基準は、「投資家の判断に重要な影響を与える可能性の高い情報」であることから、企業と投資家との対話や企業からの開示において提示すべき重要な ESG 課題との整合性が高いといえる。このような選定基準を参照しながら、自社における ESG における重要課題の絞り込みや、これをもとにした指標の開示、投資家との対話を行うのも一つのやり方であろう(図表15)。

図表 15：SASB による ESG トピックス分類を利用した投資家との対話



(出所) SASB (<https://www.sasb.org/>) 等を参考に筆者作成

ESG における企業と投資家とのコミュニケーションが今後ますます深化することを期待したい。そのことを通じ、エンゲージメントや ESG インテグレーションの有効性が増せば、リスクリターン上の効果だけでなく市場全体の ESG の向上、ひいてはグローバルな経済・社会の持続的発展に大きな効果が期待できよう。

(2019年7月19日 記)

※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ない

【参考文献】

- 水口剛、「ESG 投資－新しい資本主義のかたち」、日本経済新聞社[2017]
- 足達英一郎、村上芽、橋爪麻紀子、「投資家と企業のための ESG 読本」、日経 BP マーケティング[2016]
- 年金積立金管理運用独立行政法人、「第4回 機関投資家のスチュワードシップ活動に関する上場企業向けアンケート集計結果」、[2019]
- 年金積立金管理運用独立行政法人、「(ニッセイアセットマネジメント委託研究) ESG に関する情報開示についての調査研究」、[2019]
- 物江陽子、「ESG 投資と受託者責任 -米英における議論と日本への示唆-」、大和総研、[2017]
- 福光健二、本間裕大、「インパクト投資 -現状とその可能性-」、三菱 UFJ 信託資産運用情報 2019 年 5 月号
- MSCI, "MSCI ESG Leaders Indexes"
<https://www.msci.com/msci-esg-leaders-indexes>

- PRI、「責任投資原則」、[2019]
PRI, “A GP's guide to integrating ESG factors in private equity”, [2014]
- PRI, “Shifting perceptions: ESG, credit risk and ratings Part I The state of play”,
(2017)
<https://www.unpri.org/>
- CFA Institutes, “Guidance and case studies for ESG integration: equities and fixed
income”, [2018]
- Max M. Schanzenbach, Robert H. Sitkoff, ” Reconciling Fiduciary Duty and Social
Conscience: The Law and Economics of ESG Investing by a Trustee”, Harvard Law
School discussion paper, [2019]
- GSIA, ” Global Sustainable Investment Review 2018”, [2018]
- OECD, ” Investment governance and the integration of environmental, social and
governance factors”, [2017]
- Morgan Stanley Institute for Sustainable Investing, ” Sustainable Signals New
Data from the Individual Investor”, [2017]
- SASB, ” Why is Financial Materiality important?”,
<https://www.sasb.org/standards-overview/materiality-map/>
- The Law Commission, “Fiduciary Duties of Investment Intermediaries”, [2014]
- The Law Commission, “Pension Funds and Social Investment”, [2017]
- UK Department for Digital, Culture, Media & Sport, Department for Work &
Pensions, “Pension funds and social investment: the Government’s final response”,
[2018]

本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したのですが、その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証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判断であり、経済環境の変化や相場変動、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ので、予めご了承下さい。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 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。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行：三菱UFJ信託銀行株式会社 アセットマネジメント事業部
東京都千代田区丸の内1丁目4番5号 Tel. 03-3212-1211（代表）