特集 多様化するESG投資

解　　題

証券アナリストジャーナル編集委員会
第一小委員会委員 伊　藤　敬　介 CMA・CIIA

「日本株の三つのESG指数を選定し、同指数に連動したパッシブ運用を開始しました」 世界最大の機関投資家、年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）による2017年７月の当発表を受け、ESG投資が新たなステージに入ったと実感した資産運用業界関係者も多かったのではなかろうか。

そもそも、「ESG投資」とは何か。この定義自体、様々な理解に基づき議論されており、このため話がかみ合わない場合も多い。しかし、現時点での議論を整理すると、大きく三つの観点でESG投資が語られているように感じられる。すなわち、(1)「責任投資」の観点、(2)「中長期的な企業価値向上」の観点、そして（3)「トップダウン型エンゲージメント」の観点である。

歴史的には、(1)「責任投資」の観点がESG投資の源流となっていたように思われる。既に70年代には、公害や人権、そして宗教的な観点から一部の企業への投資を制限する動きが見られ始めており、2000年代には「社会的責任投資（Socially Responsible Investment; SRI)」と総称されてその意義や効果が広く議論されるようになった。社会的責任投資は政治的には響きが良いこともあり、欧米の公的年金を中心に90年代以降着実に広まっていったが、企業価値や投資パフォーマンスではなく社会的責任が前面に出る投資手法は、実はリターンが必ずしも高くなく、平均的には市場ベンチマークを下回るパフォーマンスとなっていた、とする実証分析結果が2000年代に入り様々な学者から発表されることとなった（注１)。社会的責任を果たしているという満足感と引き換えにパフォーマンスを犠牲にしている、という意味で、「SRIコスト」などと呼ばれるようになり、このため、株主への説明責任を問われる民間の企業年金の間ではSRI投資はなかなか浸透しなかった。2000年代半ばに国連が「責任投資原則（Principles for Responsible Investment; PRI）（注２)」を提唱し、同原則の中でEnvironmental, Social and Governance（ESG）要因の考慮を推奨したことから、SRIも近年では「ESG投資」という名称で語られることが多くなった。

これに対し、近年着目されるのが、(2)「中長期的な企業価値向上」の観点からのESG投資であ

（注１） Renneboog, Ter Horst and Zhang［2008］“The Price of Ethics and Stakeholder Governance: The Performance of Socially Responsible Mutual Funds,” *Journal of Corporate Finance* 14.3, pp.302-322など。

（注２） https://www.unpri.org/ 参照。

る。欧米では、80～90年代の右肩上がりの相場の中で、効率性を重視するあまり近視眼的な投資が一部で横行したが、特に08年の世界的な金融危機以降、このような「ショート・ターミズム」の反省から、中長期的な企業価値向上に着目した投資、という原点回帰が目立つようになった。中長期的に企業価値がどの程度向上するかは、足元の決算内容や来期業績予想を見ていても判断がつかない。中期的な事業戦略やガバナンス体制、従業員のモチベーションや企業文化など、「非財務情報」に着目する事が重要になる。これらは、「ESG」の評価軸で整理できるような内容が中心となるわけである。

中長期的な企業価値向上の観点でESGを考えた場合、例えば「Environmental（環境）」で言えば、コピー用紙に再生紙をどの程度利用しているか、あるいは環境問題に取り組むNPOに寄付をしているか、などはあまり評価の対象とならない。むしろ、例えば自動車産業で言えば、電気自動車（EV）や燃料電池自動車への取組み戦略など、中期的な企業収益や企業価値向上に直結するような環境課題への取組みや、同観点からのリスク制御を評価することになる。そして、企業価値向上の観点から着目すべきESG情報は、時代とともに変化する「ムービング・ターゲット」であることにも留意すべきである。例えばガバナンスで言えば、10年前には「社外取締役の有無」などは着目すべき要素であったとしても、現在では存在しているのが普通であり、他のガバナンス上の課題に着目すべき、となる。

ESG投資の三つ目の観点、すなわち、(3)「トップダウン型エンゲージメント」は、ここ数年GPIFをはじめとするわが国の公的年金が開拓しつつある興味深い観点といえる。150兆円近い資金を運用するGPIFは、その規模ゆえに市場ポートフォリオに近いポートフォリオを保有せざるを得ず、このため、資本市場を通じた経済の持続的成長が自らの運用パフォーマンス向上に直結する、という側面を意識せざるを得ない。つまり、企業経営者に企業価値向上を促すインセンティブを強く持っていることになる。14年に提唱された日本版スチュワードシップ・コードをいち早く採択したのも、自然な流れと考えられる。しかし、公的年金には、投資対象企業の経営に直接口出しすることを懸念する世論への配慮など様々な制約があることから、投資対象企業への多面的なエンゲージメントの一環として編み出されたのが、この「トップダウン型エンゲージメント」と捉えることができよう。

14年にGPIFが「JPX日経インデックス400」へのパッシブ運用を開始したのも、このような「トップダウン型エンゲージメント」の観点から解釈できる。同指数は、ROEや営業利益の高い企業で構成されるため、GPIFが投資する同指数に自社も採用されたいと考える企業経営者は、自社のROEや営業利益を高める必要性に迫られる。つまり、GPIFは「JPX日経インデックス400」に投資するとアナウンスすることで、企業経営者にROEや営業利益を高めるインセンティブを与えていることになる。17年7月に発表したESG指数へのパッシブ運用も、ESGの観点から企業経営者に企業価値向上を迫る「トップダウン型エンゲージメント」、と解釈する事ができる。ただし、ROEや営業利益などの比較的シンプルな指標と異なり、ESG指数が着目する指標は多岐にわたり、またMSCIとFTSEでもESGランキングの相関が低く（注3）、GPIF自身が指摘する通りESGの評価手法はまだ確立されているとは言えないことから、

（注3）「ESG指数選定結果について」、年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）ホームページ。

ESG指数へのパッシブ運用が「トップダウン型エンゲージメント」の観点でどのような効果を上げるかは、未知数と言えよう。

ESG投資に関しては、当ジャーナル誌でも16年７月号で特集を組んだが、この際には責任投資原則（PRI）とは何か、責任投資で着目するESGファクターが株式リターンや企業価値の向上、リスクの低減につながるかなど、前述の（1）「責任投資」の観点を中心に議論した。そこで本号では、特集テーマを「多様化するESG投資」とし、以下の４本の論文を掲載する。

最初の**寺山論文「ESG投資の多様な成り立ちと投資手法について」**は、SRIの誕生からESG投資への発展をレビューし、ESG投資の特徴や課題を広く整理する論文となっている。ESG投資の手法を、ESG準拠、ESG認識、ESG変革に大別し、ネガティブ・スクリーニングやポジティブ・スクリーニングの特徴と効果、ESGインテグレーションの利点やパフォーマンス評価上の課題、ESGエンゲージメントの特徴やESG指数に対するパッシブ運用の留意点などに言及し、多様化するESG投資の現状を鳥瞰している。

ESGネガティブ･スクリーニングやポジティブ･スクリーニングが、パフォーマンスの向上に必ずしもつながっていないとする実証分析が多い事、ESGインテグレーションはパフォーマンス向上を明示的に意識している一方、ポートフォリオにどの程度ESGファクターを反映させているかを観測する事が困難な場合も多い事、そしてESGエンゲージメントではその効果を測定する事がそもそも難しい事、などは興味深い。また、一般的なパッシブ運用におけるエンゲージメントでは、その費用対効果分析が難しく、売却されないと分かっている投資家からのエンゲージメントを企業がどのように受け止めるかという問題もある一方、コンサルタントの導入や共同エンゲージメントによってこれらの課題が克服できる可能性がある点なども、実務的に参考になる指摘である。

続く**伊藤論文「ESG投資と企業価値：CSR to CSVの観点から」**は、ハーバード・ビジネススクールのマイケル・ポーター教授が提唱する「Creating Shared Value（CSV）」の観点からESG投資を議論する興味深い論文である。

当論文ではまずCorporate Social Responsibility（CSR）とCSVの違いに着目し、例えば、自動車会社がアフリカの難民救済のために寄付する事は立派なCSR、すなわち社会貢献活動であるが、これは本業における経済価値創出に必ずしもつながっていないため、CSV活動とは言えない事を例示している。社会価値に配慮せず、短期的な利益だけを追求するような企業行動が極めてリスキーになる中、CSVとは、例えば、トヨタのプリウスに見られるように、環境負荷低減が消費者の共感を呼び、累計販売台数1,000万台突破を実現してトヨタの利益に多大な貢献をするに至るような、中期的な経済価値の原動力となることを意識した社会価値への配慮を指す、としている。

CSVの実現には必ずイノベーションが必要であること、CSV活動は結果が出るまでに時間がかかること、そしてESG投資が成功するには、CSVの観点を考慮し、中長期的な企業価値増大に直結するESG項目を特定した上で投資判断に反映させる点が重要となる事、などは、改めて資産運用の本質を思い出させる、示唆に富む指摘と言える。

内論文「ESG指数とパッシブ運用―多様なESG投資―」は、GPIFが採用したMSCI社のESG

指数を紹介し、同指数の持つ意味やアナウンスメント効果、そしてマネジャーストラクチャーにおける「付加価値を持つ指数」の役割などに焦点を当てる論文である。

当論文では、GPIFが17年に採用したMSCIの二つのESG指数、すなわち「MSCIジャパンESGセレクト・リーダーズ指数」と、「MSCI日本株女性活躍指数」の特徴や狙いを解説し、GPIFのようなユニバーサル・オーナーにとって市場全体の特性を改善することが重要になること、そのための企業に対するエンゲージメントの手段として、ESG指数への投資を宣言する「アナウンスメント効果」の活用が有用となる可能性があること、などを指摘している。まさに、トップダウン型エンゲージメントの意義を指摘するものと解釈できよう。

当論文では、同指数で使用しているESGランキングをアクティブ運用に活用している海外の事例紹介や、ESG指数、スマートベータ指数などの「付加価値を持つ指数」へのパッシブ投資が持つ可能性についても言及し、これらの指数自体を「アクティブ運用を吟味していたように吟味する」必要性を指摘している点などは、興味深い。

最後の**櫻本・加藤・村岡・鈴木論文「エンゲージメントを通じたESGの推進」**は、パッシブ運用におけるエンゲージメントを中心に、長期的な企業価値向上を意識したESG課題への取組みを投資先企業にいかに促すか、という実務的にも興味深いテーマに焦点を当てた論文である。

当論文では、ESGには長期的な目線が必要であり、その効果が漢方薬的であることから、ESGエンゲージメントはバイ&ホールドのパッシブ運用と親和性が高い、としている点がまず興味深い。言われてみれば、確かにそのような側面がある。当論文では、企業にとってESGの観点で取り組んでいる内容の積極的な開示が重要となること、そしてESGは「社会貢献活動」と同義ではなく「企業価値向上のための先行投資」という発想が重要となること、また投資家側も企業のESGへの取組みを長期的な企業価値向上と結び付けるような「時間軸の擦り合わせ」が必要となること、などの指摘は印象的である。また、当論文では筆者らが実務的に採用しているESGエンゲージメントのポイントや業種マッピング、ESG対話用スコアや投資先との対話の具体例を紹介しており、ESGエンゲージメントに携わる実務家にとって大いに参考になる論文と言えよう。

狭義の「責任投資」の観点に基づくESG投資に加え、中長期的な企業価値向上を見極める手段としてのESG情報の活用、そして企業のESGへの取組み強化を促す手段としてのESG指数へのパッシブ投資やESGエンゲージメントの推進など、ESG投資は着実に多様化しつつある。スチュワードシップ・コードやコーポレートガバナンス・コードの後押しもあり、もはや、ESGの観点は資産運用者、アセット・オーナー、そして企業経営者にとって、避けて通れない話題となりつつあるのではなかろうか。本号の特集が、資産運用や企業経営に携わる様々な立場の方にとって、ESG投資を改めて考えるきっかけとなれば幸いである。

©日本証券アナリスト協会　2018