

特集

サステナビリティ投資とモニタリング

解題

証券アナリストジャーナル編集委員会
第四小委員会委員 北川哲雄

今月号の特集は、「サステナビリティ投資とモニタリング」である。

特集論文の詳細を紹介する前に、今、花盛りとなってきているサステナビリティ投資を考えるに当たって三つの視点が重要であることを指摘したい。

第一は、サステナビリティ情報開示がどのような方向に向かうかである。第二は、サステナビリティ投資の方向自体がどのように向かうかである。第三は、サステナビリティ開示と投資に関するモニタリングはどのように構築されるべきかである。

第一については、2022年がエポックメイキングな年であったとして、後世にまで記憶されることであろう。その理由は、IFRS財団の下部組織としてISSB（国際サステナビリティ基準審議会）が本格稼働し始めたことである。IFRS財団において組織的にISSBはIASB（国際会計基準審議会）と並列されている。IASBは言うまでもなく財務会計基準の設定主体であり、わが国でも（2022年6月末現在）247社が適用している。適用企業の時価総額は、2022年6月末時点で、東証上場企業の時価総額比で44.4%を占めていることになる。財務会計基準の設定は、米国における大恐慌（1929年）を一つの契機として、米国のFASB

（財務会計基準審議会）と並びIASBが中核となり精緻な基準を開発し今日に至っている。そして2022年にISSBが、今度はサステナビリティ開示基準の設定主体となり、世界をリードすることになった。1990年代から起こった開示基準の設定運動は、ここに結実した感がある。

ISSB基準は、将来当然アシュアランス（保証）の対象になることが予期される。ISSBでの公開資料をみる限り、開示体系は包括性、網羅性、比較可能性に留意した膨大なものになろう。しかも企業価値関連性と社会価値関連性の両方の開示を追求するものとなろう。ISSBは、当然投資家のための情報開示のあり方を主眼と考えているが、投資家の中に社会価値関連性を重視した商品（ESG債とかいわゆるインパクト投資の領域）も隆盛化しつつあるからだ。

今後、わが国企業のサステナビリティ情報開示は、どのような方向に向かうであろうか。私見によれば、国内で今、目論まれている開示基準とISSB基準は、恐らくシンクロナイズ（同期化）する方向で進むことと予想される。

したがって日本企業のサステナビリティ情報開示は、ISSBで目論まれる要求を忠実にしかも先取りする形で開示することに努めることが求められよう。ESG評価機関の開示要求もやがてISSB

の策定する開示体系に基づき評価されることとなり、評価機関間における企業の格付けに関する相関係数も上がることになるのではないかと。

そこで今、わが国で花盛りともいえる統合報告書がどうなるかが注目されることになる。私見によれば、「乾いた」開示が進むのではないかと予想する。すなわち、ISSB情報開示体系に沿ったファクトの提示を中心にして開示する、「ESGインテグレーション」を意識した長期投資家の判断材料に沿うような開示に努めるということになるのではと予想する。欧米の多くの先進企業は、すでにそのような開示を意図してきているように思える。

「乾いた」とは、審美眼のある投資家（＝株式保有してもらいたい投資家）に将来の企業価値創造プロセスの判断を委ねることである。このような投資家には、「過剰な」「きれいごと」に終始したメッセージは必要ないということになる。すなわち、ロジカルに経営の実相を謙虚に語る姿勢が求められることになろう。

第二のサステナビリティ投資はどうか。長期投資家による「ESGインテグレーション」の重要性が増大すると思われる。第一で述べた企業による情報開示はますます充実するとともに開示されるデータは膨大となり、それと呼応しデータアナリストによる解析レベルが相当に高度化すると思われる。

大学入試における「センター試験」的な評価システムは、ESG評価機関・情報ベンダーによって効率的に構築されるのではないかとと思われる。この進展によりRoughly（大雑把）な評価は可能になろう。多くの大学ではその上で個別試験を行っているが、長期投資家による「ESGインテグレーション」はまさにその個別試験に相当することになろう。ESG評価機関・情報ベンダーからもたら

される判断を参照しながらも、より実相を把握し、かつエンゲージメントを行う労をとることになる。

将来の長期企業価値の厳密な算定を目論むとすれば、ファンダメンタルズ分析を行う優秀なアナリストを擁しつつ投資対象企業の分析を広範に行う必要がある。最近、ある国際機関の依頼で機関投資家のESG投資に関する投資哲学を比較・審査する機会に恵まれたが、相当な覚悟を持って着実に組織運営を行い始めた機関も散見されるようになった。自然なあるべき姿かなと感じた次第である。

CFAにおいてはESGアナリスト資格講座がすでにスタートしているが、運用機関としては両方に精通したアナリストが必要かもしれない。あるいは、組織全体として分業体制が軌道に乗って結果として十全にカバーされているのも一つの姿であろう。IASBとISSBとが並列そして融和することがIFRS財団で目論まれているが、同じことが長期投資家の世界でも起きようとしているのかもしれない。

第三の視点は、サステナビリティ開示と投資に関するモニタリングはどのように構築されるべきかということである。サステナビリティ投資は大変隆盛化しつつある。しかし、マクロ資金循環的に多くの資金がESG関連投資・融資に流れることは是としても、資金は有効に使われなければならないことは言うまでもない。ここにモニタリングが必要となる理由がある。

資本市場におけるモニタリング機能は、サステナビリティ投資が隆盛化する2014年までは、おおむね企業のIR担当者、セルサイドアナリスト、アクティブ投資家が株式市場においては主要プレーヤーであり、自生的制御機構に依存していた時代といえよう。しかし2014～15年あたりからは、

ダブルコードの進展、パッシブ投資の主流化が相まって一挙にプレーヤーが増大してきて、その分モニタリングの範囲が広がりかつ質的側面での深さも徐々に高まってきていることを示しているといえよう。しかし、モニタリングはいまだ発展途上にあることは否めない。

前置きが長くなってしまったが、今月号の特集は、「サステナビリティ投資とモニタリング」と題し、四つの論文を掲載している。上記のうち、第三の視点に主に焦点を当てているが、第一と第二の視点にも深く絡まるものとなっている。それぞれの論文のエッセンスを以下紹介したい。

最初の越智論文「ESG評価情報の意義と課題—行動規範の実践へ—」は、ESG評価・データ提供機関に関する最近策定された行動規範（金融庁「ESG評価・データ提供機関に係る行動規範」2022年12月）やそこに至る議論、あるいは同様の課題に対する諸外国の動向、学術研究からの示唆、信用格付とのアナロジー等を踏まえて、ESG評価情報や評価機関をめぐる今後の課題を論じている。

ESG評価が評価機関によってバラツキがあることは、規範的判断の独自性・多様性から首肯されるとしても、評価の未成熟に起因するノイズが少なくないのではという疑念が残ることから、データや評価手法に恣意性やバイアスがない透明性のある情報開示が行われる必要があり、そのときに初めて第三者からみて納得感が得られることになる、という指摘は重要である。それとともに情報開示の充実・開示基準の統一化により評価の特徴がより浮き彫りになるのではと指摘している。また後半において、ESG評価におけるAI活用の効用と課題についても詳細に論じており、大変興味深い内容となっている。

第二の足達論文「ESG投資に対するウォッシング批判とその対応」は、ESG投資におけるウォッシングを狭義と広義とに分けて論を展開している。

個々の金融商品や助言サービスにつき投資目的・投資目標等に関して徹底した情報開示を行わせた上で、開示された内容の通りに業務が遂行されているか否かを監視するというのが狭義のウォッシングであり、SEC（米国証券取引委員会）が複数の機関投資家を2022年に告発したり制裁金を科したりするケースがそれに当たるとしている。この背景に、ESG投資には金融本来のリスク・リターンのパフォーマンスを改善する根拠はなく、ESG投資を誘導・推進する政策は健全な市場機能に反するという考えが米国には根強くあるからではないかと筆者は指摘している。

これに対し、広義のウォッシングとは投資成績の判断材料に、①リスク・リターン以外のものを位置づけようとする、もしくは②長期的にかなり先の将来のリスク・リターンを位置づけようとする、といった意図が入り込むことにより起こるものであると指摘している。それゆえ、「価値観の多様性」「計測の困難性」「因果の不確実性」という異なる問題に直面することになると指摘している。

第三の小方論文「進化した責任投資報告書が提起する投資先企業の課題—ESG投資教育の重要性—」は、日本版スチュワードシップ・コードの進展とESG投資の隆盛化に伴い急速に充実してきている3運用機関の「責任投資報告書」に焦点を当て、詳細な分析を行っている。

そこから各社のESG投資に関するスタンスの違いが計量テキスト分析も駆使して浮き彫りになっており、興味深い。責任投資報告書における各社

の経年変化による特徴も示されている点も新鮮である。

そして筆者は、これら責任投資報告書から垣間見える投資先企業自体の課題にも踏み込んでいる。ある機関投資家による2022年版で示した「経営のあり方」は、サステナビリティ経営の手引きであるという指摘が印象的である。それに対し企業側のESG要因に対する認識の低さを筆者は懸念している。それが一部企業の情報開示体制の不備にもつながっていることが想起されることになる。ここからESG投資自体に対する理解を企業側の当事者が行い情報開示の充実に努めるべきことが示唆されている。

最後の松田・浅野論文「ESG投資の隆盛に伴う資本市場の課題—ESG情報開示の進展とESG評価機関の不一致—」は、活発化するESG評価機関の動きに注目し、主要機関間のESGスコアの不一致（バラツキの大きさ）の問題に鋭く切り込んでいる。

信用格付に比べてESG評価に関する評価機関の間のスコアの相関係数は極めて低い（とりわけS

とGは低い）ものの、投資家自身はESG情報取得手段の一つとして重要視していることが指摘される。ただし、活用度に関しては評価機関によってかなり落差があることも検証されたことは注目されてよいであろう。

さらに、不一致の要因分析として主要評価機関3社における評価手法の差異が分析されている。またこの分析から、企業のESG情報開示が時間とともに充実してくることにより、評価機関の不一致が小さくなってきていることも示唆している。この点は先行研究と異なる結果であり、評価機関がESG評価の利用者（ユーザー）と対話を重ね、評価モデルの改善への取り組みを進めたことが影響しているのではないかと示唆している。

以上みてきたように、四つの論文により、ESG投資家（機関投資家）、ESG評価機関、企業（サステナビリティ情報開示）三者に関するモニタリングの現状と課題が浮き彫りになった。当分野の動きは、冒頭指摘した三つの視点からも大変激しい。当誌において継続的にフォローすべきテーマとなろう。