

2015年10月15日 全9頁

ESG 投資は、何を指すのか

～GPIF の PRI 署名で期待される日本の ESG 投資の拡大と課題～

経済環境調査部 主任研究員 伊藤 正晴

[要約]

- 株式などリスク資産への投資から得られるリターンは、 α によるものと β によるものに分解できる。ESG 投資は、投資プロセスに ESG 要因も考慮することでポートフォリオの α の獲得を目指すものと考えられよう。また、投資家が投資判断に ESG 要因を考慮することは、企業が ESG 課題に対する取り組みを進めることにつながり、社会の持続可能性の向上や経済成長に寄与することが期待され、 β によるリターンの向上をもたらす可能性があるだろう。
- ここで問題となるのは、ESG 要因が α の源泉となるかであるが、本稿で紹介した ESG 要因とリターンの分析では、ESG 要因がポートフォリオの α の獲得につながる可能性を示す結果が得られている。投資パフォーマンスという観点で ESG 投資を行っていくことの妥当性を示唆するのではないだろうか。
- 年金積立金管理運用独立行政法人 (GPIF) が PRI に署名したことが 2015 年 9 月 28 日に公表された。また、PRI に対する取組方針で、運用受託機関に対しても PRI の署名状況や活動内容等の報告を求め、署名していない場合はその理由の説明を求めている。GPIF の動向は他の年金基金等の動きにもつながる可能性もあり、今後の日本における ESG 投資の拡大が期待される。
- ESG 投資の拡大は、ESG 投資に向けたデータベースを拡充し、日本における ESG 投資のパフォーマンスについての実証研究を積み重ねることがカギとなろう。実証研究の蓄積により ESG 要因を用いた企業評価の手法を確立し、ファンドの運用手法やパフォーマンスなどの合理的な説明を可能とすることが ESG 投資の拡大につながるのではなかろうか。
- また、どの程度の期間を想定して「他の運用方法と経済的に競合しうる」ことが求められるのかなど、受託者責任との関係について具体的な議論を深化させていくことも必要ではないか。

1. はじめに

ESG 投資は、投資という行動を通じて社会の持続可能性（サステナビリティ）を高めることに貢献しようとする社会的責任投資（SRI : Socially Responsible Investment）の中で、投資判断に ESG 要因を考慮する投資のことをいう。SRI は、教会の資産運用で酒やたばこなど、教義や宗教的価値観に反する事業を投資対象から除外することから始まったとされる。その後、地球環境や資源、貧困や人権など、さまざまな社会的な課題に対する関心が高まり、企業活動や社会生活などで持続可能な社会の実現に向けた取り組みが盛んになってきたことを背景に、特に欧米を中心に SRI が拡大してきた。

さらに、特に機関投資家による SRI の拡大を牽引しているのが、2006 年に出された国連の責任投資原則（PRI : Principles for Responsible Investment）であろう。これは、持続可能な社会の形成に向けて解決すべき課題を環境（Environmental）、社会（Social）、コーポレート・ガバナンス（Corporate Governance）の 3 つの分野（総称して ESG と呼ぶ）に整理し、ESG 課題への取り組みが投資パフォーマンスに影響を与える可能性があるとの前提のもと、「ESG に配慮した責任投資を行うこと」を宣言したものである。そして、企業の ESG 課題への取り組みについての情報を収集し、企業を評価する際の要因として用いる投資を ESG 投資と呼んでいる。

株式などリスク資産への投資から得られるリターンは、 α によるものと β によるものに分解できる。最も単純なモデルでは、個別企業のリターンは市場全体のリターンに対する感応度である β から得られるリターンと、個別企業の独自要因によるリターンである α から構成されるとしている。ESG 投資は社会の持続可能性を高めることに貢献するものということは、ESG 投資が経済や市場の成長に寄与することで、 β によるリターンを向上させることを示唆していると考えられる。そして、ESG 課題への取り組みが投資パフォーマンスに影響するということは、ESG 要因が α の源泉となることを示していると解釈できよう。また、受託者責任を負う機関投資家にとっては、ESG 要因を考慮することと受託者責任との関係を明確にすることが望まれるのではないだろうか。これは、ESG 要因の考慮による α の実現可能性の検討が必要であることを意味しよう。

欧米では、機関投資家が中心となって ESG 投資の市場が拡大しているとされる。一方、日本では機関投資家による ESG 投資は限定的であると言われている。その背景には、ESG 投資の位置付けや受託者責任との関係についての議論が深まっていないことが影響している可能性がある。そこで、本稿ではまず、欧米における ESG 投資と受託者責任の関係や年金に関する法制度について整理する。次いで、日本における ESG 要因と株式リターンとの関係を分析した結果を紹介した後、日本における ESG 投資の拡大における課題を検討する。

2. 欧米における ESG 投資と受託者責任、年金法制度

米国では、ERISA 法（Employee Retirement Income Security Act : 従業員退職所得保障法）で規定している受託者責任と SRI の関係について、労働省から 2 つのレターが出されている。

ERISA 法は、企業年金制度の設計や運営等を規定する法律で、制度加入者の年金受け取り（受給権）の保護を最大の目的としており、年金資産の運用において遵守することが必須となっている。法の中で制度の管理・運営者の果たすべき責任と義務を受託者責任と呼び、制度の管理・運営者は加入者や受給者の利益のためだけに忠実に業務を執行することが義務付けられている。SRI に関しては、企業の財務面以外の要素を考慮して投資を行うことは制度の加入者や受給者の利益の最大化につながらないのではないか、という議論があった。

1988 年に米国労働省が出したエイボン・レターでは、年金基金が保有する株式の議決権行使が受託者責任に含まれるとの見解が示されている。この結果、米国において議決権行使が活発に行われるようになった。また、1998 年のカルバート・レターでは、年金資産運用における SRI スクリーニングが受託者責任に反しないかどうかについて、「他の代替的な投資手段におけるリターンを下回らない限り」受託者責任に反しないとの見解が示された。これらのレターで ESG 要因を考慮することが受託者責任に反しないとの見解が示されたことが、米国での ESG 投資拡大の背景にあると考えられる。

英国では、1995 年の年金法改革に向けてまとめられた報告書で、社会的責任投資について受託者が受益者の利益を第一とし、当該投資戦略が注意義務にかなっていれば可能であるとして、これまでの判例法理に問題がないと評価している。また、2000 年に年金法が改正され、年金基金の受託者は投資方針書で「①投資銘柄の選択、保有、売却等において、社会、環境、倫理に関する考慮を行っているか、行っているならばどの程度か、②投資に付帯する権利の行使（議決権の行使を含む）に関する方針があるか、あるのならばその方針」を開示することが義務付けられた。その後、ドイツ、フランス、スウェーデンをはじめとして欧州の多くの国で年金基金等に対する同様の情報開示が義務付けられ、年金基金による ESG 投資が広がったとされる。さらに、英国では年金基金の受託者責任に関する規定の見直しが進められている。2015 年 2 月に労働・年金省は受託者責任という観点で、投資方針書に記載する「社会・環境・倫理に関する考慮」に関する見直しと、スチュワードシップの取り扱いについての意見募集¹を行い、4 月に締め切られた。今後、受託者責任に関する議論が深化しよう。

このように、欧米では ESG 投資と受託者責任との関係について公的に示されていることが、PRI への署名の背景にあり、機関投資家による ESG 投資の拡大につながっているのではないだろうか。

3. ESG 要因と株式リターン

ESG 投資において、特に α の獲得の可能性を考える際には、ESG 要因が株式リターンに関係すること、ESG 要因が株式リターンの向上に寄与することを示す必要があるだろう。2007 年 10 月に UNEP Finance Initiative が公表した “Demystifying Responsible Investment Performance” では、

¹ Department for Work & Pensions “Consultation on changes to the Investment Regulations following the Law Commission’s report ‘Fiduciary Duties of Investment Intermediaries’ ”

ESG 要因と投資パフォーマンスに関する 20 本の論文を調査し、その結果をまとめている。これら 20 本の論文は、ESG 要因が投資パフォーマンスに与える影響について、正の効果がある (positive) としている論文が 10 本、どちらかといえば正の効果がある (neutral-positive) としている論文が 2 本、中立 (neutral) としている論文が 4 本、負の効果がある (negative) としている論文が 3 本、どちらかといえば負の効果がある (neutral-negative) としている論文が 1 本となっている。これらの結果から、報告書では ESG 要因が投資パフォーマンスに影響を及ぼしているとしている。また、受託者責任では明らかに経済的に劣後しない限り受託者責任に反しないと考えられているが、どちらかといえば正の効果があるという論文を含めると、対象としている 20 本の論文の内、12 本の論文が正の効果を認めていることなどから、受託者責任に反しないとす根拠にも位置付けられているようである。PRI は、この報告書を理論的な背景として、ESG 要因が投資パフォーマンスに影響するという前提の下に、投資プロセスに ESG 要因を考慮することを宣言している。

このように、海外では ESG 要因と投資パフォーマンスに関する検証の蓄積が進んでいるが、日本における分析については、それほど多くはないようである。そこで、日本の株式市場を対象として、ESG 要因と株式リターンとの関係を分析したレポートを簡単に紹介する。

ここで紹介する分析は、ESG 要因に関するデータの制約などから、分析を行った時点で入手可能であった直近時点での ESG 要因のデータと過去 5 年間程度のリターンの関係を調べている。具体的には、分析対象とする ESG 要因を用いてポートフォリオを作成し、前月末の時価総額加重による月次リバランスを行った結果のリターンを市場全体の動向を示す配当込み TOPIX のリターンと比較を行っている。

(1) 環境 (E) 要因 : CO₂ 排出量

経済産業省の Web サイト「[環境報告書プラザ](#)」では、企業などの発行する環境報告書や CSR 報告書を収録するとともに、これら報告書に掲載されている温室効果ガスの排出データがまとめられており、データの検索等を行うことができる。この環境報告書プラザで取得できた 2013 年度の温室効果ガスの排出量のデータ²を用いて、2010 年初から 2015 年 5 月を分析期間とした株式リターンとの関係を分析したレポートを紹介する³。

まず、ESG 要因として売上高当たり CO₂ 排出量を取り上げ、データの取得が可能であった企業群をこの排出量の水準で 2 分して作成したポートフォリオのリターンと、市場全体を表す配当込み TOPIX のリターンを比較した結果を紹介する。この間の配当込み TOPIX の累積リターンは年率で 14.3%であったのに対し、売上高当たり CO₂ 排出量が小さい企業で構成したポートフォリオのリターンは 15.6%で市場全体のリターンを上回った。一方、売上高当たり CO₂ 排出量が

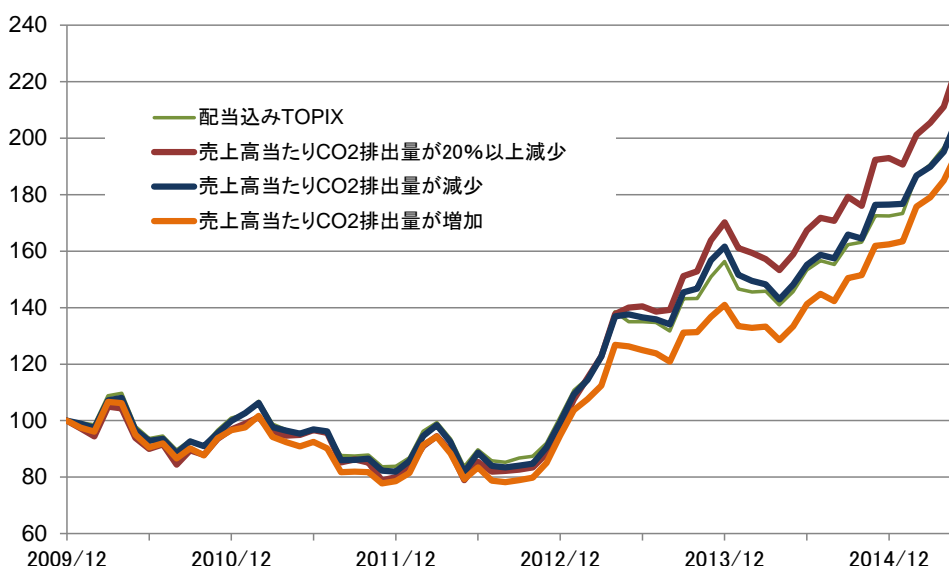
²この分析では、2015 年 6 月 15 日に経済産業省「環境報告プラザ」の「[温室効果ガスに基づく検索](#)」から取得したデータを用いている。

³詳細は、伊藤正晴「[CO₂ 排出量の動向と企業パフォーマンス ～ESG ポートフォリオのリターン分析④～](#)」(2015 年 7 月 17 日付レポート)を参照。

大きい企業で構成したポートフォリオのリターンは 12.9%で市場全体のリターンを下回っている。売上高当たり CO₂ 排出量と株式リターンとに関係があることを示唆する結果と解釈できるのではないかと。ただし、売上高当たり CO₂ 排出量の水準は業種によって大きく異なることから、ポートフォリオに業種の偏りが生じ、これがリターンに影響した可能性などもある。

次に、ESG 要因として 2009 年度の売上高当たり CO₂ 排出量に対する 2013 年度の売上高当たり CO₂ 排出量の増減率を用いた分析結果では、売上高当たり CO₂ 排出量が増加した企業、減少した企業、20%以上減少した企業のそれぞれでポートフォリオを構成し、リターンを算出した(図表 1)。分析期間中の年率リターンは、配当込み TOPIX のリターンが 14.3%であったのに対し、売上高当たり CO₂ 排出量が増加した企業のリターンは 13.1%にとどまっている。排出量が減少した企業のリターンは 14.4%で、配当込み TOPIX とほぼ同様の結果となった。そして、排出量が 20%以上減少した企業のリターンは、16.2%となった。

図表 1. 各ポートフォリオのリターン指数の推移 (2009 年 12 月末=100)



(出所) 経済産業省「環境報告書プラザ」、東洋経済新報社、東京証券取引所等より大和総研作成

売上高当たり CO₂ 排出量の増減と株式リターンとの因果関係を示すことは困難ではあるが、売上高当たり CO₂ 排出量が増加した企業のポートフォリオのリターンは市場全体を下回ったのに対し、売上高当たり CO₂ 排出量が 20%以上減少した企業のポートフォリオのリターンは市場全体を上回っており、売上高当たり CO₂ 排出量の増減と株式リターンとの間に何らかの関係があることがうかがえる結果と言えよう。

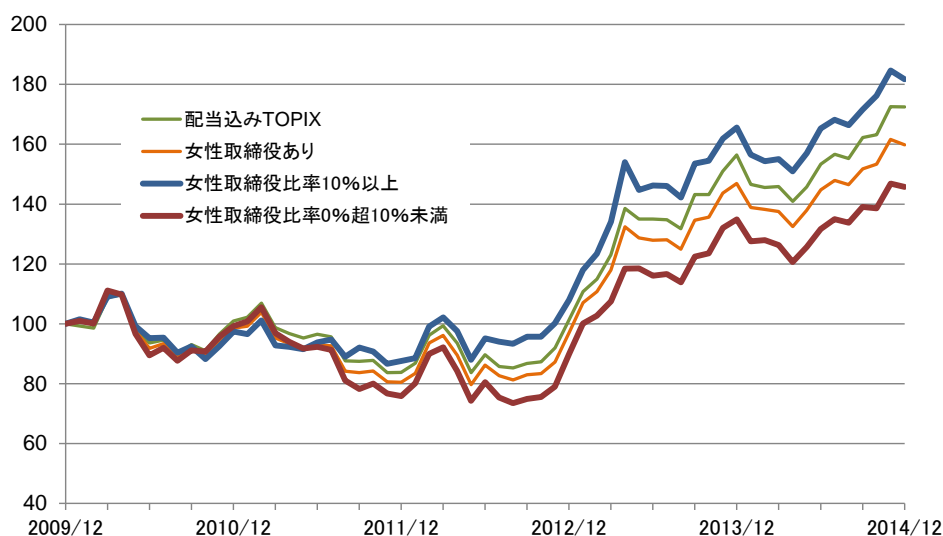
(2) 社会 (S)、ガバナンス (G) 要因：女性取締役

次に、女性の活躍推進という社会的な課題に対する指標であり、取締役会によるガバナンス

に関連する指標でもある女性取締役⁴を ESG 要因として用いて、2010 年初から 2014 年末までの 5 年間のリターンを分析したレポートを紹介する⁵。

女性取締役が存在する企業で構成したポートフォリオと、女性取締役が存在する企業を対象として女性取締役比率が 10%以上と 10%未満に分けて構成したポートフォリオを作成したところ、女性取締役が存在する企業のリターン指数は、市場全体の動向を表す配当込み TOPIX とほぼ同様の推移を示しているが、その水準は配当込み TOPIX を下回っている（図表 2）。女性取締役が存在するという情報だけでは、良好なリターンを得ることはできないことを示唆していよう。次に、女性取締役比率で作成したポートフォリオであるが、女性取締役比率 10%以上のポートフォリオのリターン指数は配当込み TOPIX を上回った水準を推移しているのに対し、女性取締役比率 0%超 10%未満のポートフォリオは配当込み TOPIX を下回って推移しているという違いがみられた。5 年間の累積リターンは、配当込み TOPIX の年率リターンが 11.5%であったのに対し、女性取締役比率 10%以上のポートフォリオの年率リターンは 12.7%で、市場全体を超えた。一方、女性取締役比率 0%超 10%未満のポートフォリオの年率リターンは 7.8%にとどまり、市場全体を大きく下回った。

図表 2. 各ポートフォリオのリターン指数の推移（2009 年 12 月末=100）



（出所）ブルームバーグ、東京証券取引所等より大和総研作成

以上の結果は、女性取締役とリターンとの間に何らかの関係があることや、女性取締役が 1 人というケースが多いと考えられる女性取締役比率 0%超 10%未満の企業は女性の活躍推進が進行途上にあり、株式市場からポジティブな評価を得るには至っていないことなどを示唆している可能性があるのではないかと考えよう。

⁴ 2015 年 1 月 9 日にブルームバーグより直近のデータを取得

⁵ 詳細は、伊藤正晴「ESG ポートフォリオのリターン分析① ～女性活躍関連のポートフォリオ～」(2015 年 2 月 6 日付レポート)を参照。

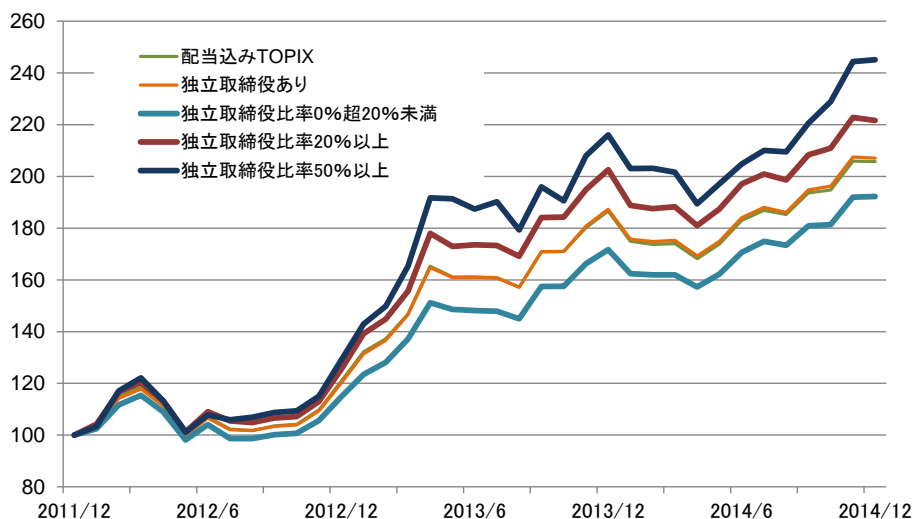
(3) ガバナンス (G) 要因：独立取締役

最後に、企業のガバナンスを改善する方策の1つとして期待される独立取締役⁶をESG要因として用いて、2010年初から2014年末までの5年間のリターンを分析したレポートを紹介する⁷。

まず、通期の年率リターンは配当込みTOPIXが11.5%であったのに対し、独立取締役が存在する企業が11.9%と同程度の水準であった。また、独立取締役の人数別に作成したポートフォリオのリターンも独立取締役1人が12.9%、2人が11.5%、3人以上が11.4%であった。この5年間のリターンについては、独立取締役の人数ではリターンに大きな差は生じていなかったようである。

東京証券取引所の有価証券上場規程を調べると、2012年には独立役員に関する情報開示の拡充などに関する改正が行われた。また、2012年から新聞や雑誌での独立取締役に関連する記事が増えており、2012年頃から独立取締役等に関して注目が高まったのではないかと考えられる。そこで2012年から2014年までの3年間で見ると、年率リターンは配当込みTOPIXが27.2%であったのに対し、独立取締役が3人以上のポートフォリオは30.3%で、市場全体を超えている。一方、独立取締役が1人のポートフォリオのリターンは25.8%で、2人のポートフォリオも25.2%となっており、市場全体を下回っている。

図表3. 3年間の各ポートフォリオのリターン指数推移 (2011年12月末=100)



(出所) ブルームバーグ、東京証券取引所等より大和総研作成

次に、独立取締役の人数が同じであっても、取締役全体の人数が異なることで市場からの評価に違いがある可能性があることから、独立取締役比率でもポートフォリオを作成し、リターンを分析した (図表3)。具体的には、独立取締役比率が0%超20%未満、20%以上のそれぞれ

⁶ 2015年2月3日にブルームバーグより直近のデータを取得

⁷ 詳細は、伊藤正晴「ESGポートフォリオのリターン分析② ～企業統治関連のポートフォリオ～」(2015年3月11日付レポート)を参照。

の企業と、取締役の半数以上を独立取締役が占める独立取締役比率 50%以上の企業でポートフォリオを作成した。3年間の年率リターンは、配当込み TOPIX が 27.2%であったのに対し、独立取締役比率 20%以上のポートフォリオは 30.4%で、市場全体を超えている。さらに、独立取締役比率 50%以上のポートフォリオは、社数が 28 社と少ないため業種の偏りや個別企業の要因の影響に注意が必要であろうが、34.8%のリターンを獲得している。一方、独立取締役比率 0%超 20%未満のポートフォリオは 24.3%となっており、市場全体を下回っている。

以上の分析結果は、独立取締役とリターンと何らかの関係が存在する可能性があること、独立取締役を積極的に選任することが市場から評価されるが、独立取締役が少ない場合は市場からポジティブな評価を得るには至っていないことなどを示唆しているのではないかと考えられる。

4. 終わりに ～ESG 投資が目指すものと課題～

ESG 情報による企業の評価は、リターンの視点とリスクの視点とに大別できよう。リターンの視点は、企業の ESG 課題に関する取り組みなどの分析により、将来の企業価値の向上を評価するもので、ポジティブ・アプローチと呼ぶこともできる。リスクの視点は、企業価値が棄損する可能性のあるリスクを評価し、投資パフォーマンスの悪化を防ぐもので、ネガティブ・アプローチとも呼べる。ESG 要因は、将来的には財務要因として企業価値に影響するものであると考えられているのである。投資プロセスに ESG 要因を用いたリターンやリスクの評価を加えることは、ポートフォリオの長期的な運用パフォーマンスの改善に寄与することが期待され、ポートフォリオの α の獲得につながる可能性があるだろう。また、投資家が投資判断に ESG 要因を考慮することは、企業が ESG 課題に対する取り組みを進めることにつながり、社会の持続可能性の向上や経済成長に寄与することが期待される。そして、これが β によるリターンの向上をもたらす可能性があるだろう。ESG 投資は α の獲得を目指すものであり、これが β によるリターンの向上にもつながる可能性を持つ投資といえるのではないだろうか。ここで問題となるのは、ESG 要因が α の源泉となるかであるが、本稿で紹介した ESG 要因とリターンの分析では、ESG 要因がポートフォリオの α の獲得につながる可能性を示す結果が得られている。投資パフォーマンスという観点で ESG 投資を行っていくことの妥当性を示唆するのではないだろうか。

年金積立金管理運用独立行政法人 (GPIF) が PRI に署名したことが 2015 年 9 月 28 日に公表された。また、PRI に対する取組方針で、運用受託機関に対しても PRI の署名状況や活動内容等の報告を求め、署名していない場合はその理由の説明を求めている。GPIF の動向は他の年金基金等の動きにもつながる可能性もあり、今後の日本における ESG 投資の拡大が期待される。ただ、ESG 投資が広まるには、「ESG 投資が受託者責任に反しないか」という懸念を払しょくすることが課題となろう。前述のように、米国では 1998 年のカルバート・レターで「他の代替的な投資手段におけるリターンを下回らない限り」受託者責任に反しないとの見解が示されている。また、英国では年金法において、投資方針書に ESG に関する事項の開示を求めることで、ESG 投資が受託者責任に反しないことを担保していると考えられるが、その背景には受託者が受益者

の利益を第一とすることなどがある。日本においても、2010年12月に公表された「ワーカーズキャピタル責任投資ガイドライン」（日本労働組合総連合会）と合わせて公表された「ワーカーズキャピタルに関する連合の考え方」の注釈で「他の運用方法と経済的に競合しうる SRI であれば、基金の理事などが SRI を指示することも、運用機関が SRI を行うことも、受託者責任には抵触しない」としている。いずれも、受託者責任に対する懸念を解消するには、ESG 投資のパフォーマンスに対する知見が必要となることを示していよう。

したがって、ESG 投資の拡大は、ESG 投資に向けたデータベースを拡充し、日本における ESG 投資のパフォーマンスについての実証研究を積み重ねることがカギとなろう。実証研究の蓄積により ESG 要因を用いた企業評価の手法を確立し、ファンドの運用手法やパフォーマンスなどの合理的な説明を可能とすることが ESG 投資の拡大につながるのではなかろうか。また、どの程度の期間を想定して「他の運用方法と経済的に競合しうる」ことが求められるのかなど、受託者責任との関係について具体的な議論を深化させていくことも必要ではないか。