

ロシアのウクライナ侵攻が ESG 投資に与えた教訓

金融調査部 太田 珠美／森 駿介

要 約

ロシアによるウクライナへの軍事侵攻を受け、ESG投資のあり方が問われている。主な論点は①ESG投資でのロシア資産保有をどう考えるべきか、②今回の軍事侵攻はグリーンファイナンスへの逆風となるか、③ESG投資における兵器（防衛産業）の取り扱いを変えるべきか、④紛争地域での人権侵害を考慮した投資はどうあるべきか、の4点である。

例えば今回の軍事侵攻は脱炭素社会への移行プロセスに影響を与え、ESG投資の目的そのものを改めて問うきっかけとなっている。一方で、人権やガバナンスの観点では、ESG投資の重要性が改めて認識された。国内投資家、金融機関においては、今回の件をESGの観点で捉え対応する動きはあまり見られないが、地政学リスクがESG投資のあり方や評価に影響を与えることが明らかになった今、対応方針を検討しておくことが必要だろう。投資対象となる事業会社においては、地政学リスクが業績に与える影響だけでなく、自社のビジネスを通じて人権侵害等を助長しないかといった点を考慮した事業の停止・撤退の判断やそれに伴う情報開示が求められる。

目 次

- 1章 ロシアによる侵攻を受けた金融資本市場、投資家の動き
- 2章 ロシアによる侵攻がESG投資に与えた影響
- 3章 地政学リスクとESG投資をどう考えていけばよいか

1章 ロシアによる侵攻を受けた金融資本市場・投資家の動き

1. はじめに

ロシアによるウクライナへの軍事侵攻を受けて、ESG投資のあり方が問われている。例えば、ESG投資の現状に批判的なことで知られるブラックロックのサステナブル投資部門・元CIOのタリク・ファンシー氏は、「ウクライナ危機は、ESG投資の背後に潜む矛盾を浮き彫りにしている」と語っている¹⁾。ロシアによる軍事侵攻後のESG投資のあり方に関する議論の主な焦点は、①ESG投資におけるロシア資産の保有の是非、②グリーンファイナンスへの逆風、③ESG投資における兵器（防衛産業）の取り扱い、④戦争・紛争地域での人権侵害を考慮した投資のあり方、といった点など多岐にわたっている。

本稿では、1章において、ロシアによる軍事侵攻を受けた金融資本市場・投資家の動向、ESG投資の文脈でみられた動きを改めて振り返る。続いて2章では、今回の軍事侵攻がESG投資に与えた影響について、上記①～④で示した論点をもとに検証する。ここでは、今次局面がESG投資のあり方・定義について、再考を促す契機となるほか、短期的にはグリーンファイナンスの逆風になるものの、ESG投資の深化に繋がる可能性も相応にあることを指摘する。3章では、ESG投資家に求められる有事対応・有事への備えについて論じていく。国内では今回の件をESGの観点

で議論する向きは少ないが、今回の教訓を踏まえ、次に地政学リスクが顕在化した場合に備えた分析・方針検討の必要性を指摘する。

2. 軍事侵攻を受けた金融資本市場・投資家の動き

2022年2月24日、プーチン大統領がウクライナ東部での「特別軍事作戦」の開始を決定したと発表。直後に、首都キーウを含むウクライナ各地への軍事侵攻が開始された。ウクライナ国防相が、ロシア軍によるキーウ州全域からの撤退を4月2日に発表したものの、本稿執筆時点（2022年6月30日時点）では、ウクライナ東部を中心に軍事活動は継続している。以下では、今回の軍事侵攻を受けた金融資本市場の動きについて、①欧米諸国等による経済制裁、②民間企業や金融機関の事業停止・撤退、③金融市場の変動、④機関投資家の対応、の4つの観点から振り返る。

①欧米諸国等による経済制裁：欧米諸国を中心に多くの国々がロシアに対して経済制裁を実施している。例えば、欧米諸国は2月下旬から3月中旬にかけて、ロシアの特定の銀行におけるSWIFTからの排除や中央銀行資産の凍結を含む対口経済制裁を相次ぎ発表。また、5月に開催されたG7オンライン首脳会合で、ロシアからの石油の輸入を段階的、もしくは即時禁止することで一致した。さらに、EUは6月に発表した追加制裁で、ロシア産原油の運搬船に対する保険提供の禁止を決定している。このほか、2月末から3月初旬にかけては、欧米の証券取引所でロシア関連の銘柄や債券、ETFなどの取引を停止する動きもみら

1) Financial News“Ukraine war ‘bankrupts’ ESG case, says BlackRock’s former sustainable investing boss.” <https://www.fnlondon.com/articles/ex-blackrock-boss-says-ukraine-bankrupts-esg-case-20220314> (2022年6月24日アクセス)

れた。

②民間企業や金融機関の事業停止・撤退：政府等による経済制裁に加え、民間企業によるロシア事業の停止・撤退も目立っている。BPやシェルは、2月末の時点で同国での資源開発事業からの撤退を発表。エクソンモービルについても、3月1日に石油・ガス開発事業「サハリン1」からの撤退を発表している。

金融業界でも事業停止・撤退の動きが広がった。3月5日に、クレジットカード大手のビザとマスターカードは、ロシア国内で発行されたカードの海外利用や、国外で発行されたカードの国内利用を停止した。Apple Payなどの決済サービスも提供が停止されている。3月上旬から中旬には、ゴールドマン・サックスなどの米大手金融機関もロシア事業の撤退を表明している。

多くの民間企業の事業停止・撤退を促すにあたり、イェール大学経営大学院によるロシアでの経済活動を継続する企業リストの公表が大きかったとの指摘もある²⁾。経済活動を継続する企業に対しては、消費者・従業員からの批判が集中したほか、ハッカー集団の標的にもなり、相応の圧力になったとみられている。

③金融市場の変動：欧米主要国の制裁による経済の弱体化や資金流出への懸念を背景に、露・ルーブルは一時対ドルで半分程度まで下落した。もっとも、ロシアによる資本規制を背景に、その後は反転した。この間、外貨建てロシア国債の利払い・償還への懸念も強まり、金利やCDSが急騰する場面もみられた。ただし、ロシア国債の規模は大きくないため、幅広い銘柄がデフォルトしてもグ

ローバル金融市場への影響は限定的との見方が広がっている。

ロシアでの生産比率の高い原油や天然ガスは、供給不安の強まりなどから急騰した。パラジウム、ニッケルなど金属価格も上昇する場面がみられた。特に、ニッケルは、中国のニッケルメーカーがショートポジションの買戻しに迫られたことで、3月7日に急騰して史上最高値を更新したほか、相場の急変動を受けて、ロンドン金融取引所(LME)は同月8日に一時的な取引停止を決定した。

④機関投資家の対応：このような中、複数のアセットオーナーは、保有するロシア資産の新規投資停止・売却の方針を公表している。Responsible Investorの調査によれば、売却の方針を決定したアセットオーナーの先数は3月29日時点で60に上っている³⁾。ノルウェー政府年金基金やCalPERSといった公的年金基金に対して、首相や州知事がロシア資産の新規投資制限や保有資産削減を促す動きもみられた。もっとも、ロシアについても、欧米による制裁の対抗措置として、外国人や外国企業がロシア国内に持つ資産に関して、一時的に売却を禁止する方針を発表したほか、ロシア中央銀行はモスクワ証券取引所の取引を2月28日から約1カ月間停止した。これにより、アセットオーナーが売却の方針を発表したとしても、実際の売却は困難となったとの声が多く聞かれている。投資信託協会によれば、日本の資産運用会社も、ロシアの国債や株式に投資する20数本(純資産額200億円超)の投資信託について設定・解約の申込受付を停止していた

2) Gillian Tett (2022) "ESG exposed in a world of changing priorities." <https://www.ft.com/content/6356cc05-93a5-4f56-9d18-85218bc8bb0c> (2022年6月24日アクセス)

3) Responsible Investor (2022) "Russia divestment tracker: Which asset owners are exiting? - Updated."

(2022年3月7日時点)。

3. ESG投資の文脈でみられた動き

1) ESG関連団体からの声明

国際コーポレートガバナンスネットワーク（ICGN）は2月28日に声明を発表。ロシアの軍事侵攻は国際法の重大な違反であり、民主的な主権国家とその国民に対する道徳的に不当な攻撃と非難した上で、今回の侵攻がグローバル経済やパンデミックからの回復、エネルギー転換に対して与える悪影響への懸念を述べた。また、持続可能な社会を長期的に構築するために必要な責任ある統治や法の支配の重要性を棄損したことを批判している。

責任投資原則（PRI）は①金融活動および署名機関と署名機関の管理下にある組織に対する経

済制裁がPRIに与える影響、②責任投資とESGのアウトカム側面における影響について分析を進めていることを公表した⁴。また、PRI・最高責任投資責任者であるネイサン・ファビアン氏は、3月中旬にウェブサイトにもブログを投稿した。その中で、国際的な紛争が起きた際に、投資家が社会的責任に基づく投資を（各国政府からの要請とは別に）どのように考え実施すればよいか、自らの意思決定の参考となるフレームワークを示している⁵。このほか、ロシアの軍事侵攻に対する英国の経済制裁対象となったVTBキャピタル・アセット・マネジメントをPRI署名機関から除外することを決定した。

2) 機関投資家の対応

一部のアセットオーナーは、ロシアのガバナ



4) PRI (2022) “Russian invasion of Ukraine.”<https://www.unpri.org/news-and-press/russian-invasion-of-ukraine/9587.article> (2022年6月24日アクセス)

5) Nathan Fabian (2022) “What does international conflict mean for responsible investment?”
<https://www.unpri.org/pri-blog/what-does-international-conflict-mean-for-responsible-investment/9698.article> (2022年6月24日アクセス)

ス面への懸念を背景に、軍事侵攻以前からロシア向けエクスポージャーを低下させていた（図表1）。例えば、カナダ年金制度（CPP）は数年前にロシア資産を保有しない（インデックスファンド等を経由した間接保有分は除く）ことを決定していたほか、英国のBT年金スキームは2021年末からロシア資産の売却を開始していた。運用会社でも、軍事侵攻前からエクスポージャーを低下させていた先もあったほか、ごく一部では独裁国家という理由からロシアに加えて中国資産の売却を決定した例もみられている。

このほか、スウェーデン金融大手のスカンジナビア・エンスキルダ銀行（SEB）傘下の資産運用会社が2021年に設定した「防衛関連株を自社ファンドの投資対象から除外する」という方針を撤回したことが注目を浴びた。非人道的兵器を製造販売する企業等は引き続き除外対象となるもの

の、4月からは6つのファンドで防衛企業への投資を可能としている。シティグループのアナリストも、防衛産業は、民主主義の価値の保全と平和のための抑止力の創出に貢献しており、他の社会課題に取り組む前提条件になっていると主張するレポートを公表した。

3) その他

ESG評価機関も対応に迫られた。例えば、ESGスコアに関してMSCIは3月1日にロシアをBBBからBに、ベラルーシをBBからBに引き下げたほか、同8日には、国際的な制裁などを理由にロシアのスコアを最低水準のCCCに引き下げた。このほか、サステナリティクスは、既存のESGリスクスコアにウクライナ情勢に関連したリスクを織り込むため「システミック・イベント指標（Systemic Event Indicators）」を新た

図表1 ロシアによる軍事侵攻を背景としたESG関連団体・投資家などの主な対応

	主体	概要
ESG 関連団体	国際コーポレートガバナンスネットワーク（ICGN）	ロシアの軍事侵攻に対する批難やグローバル経済やパンデミックからの回復、エネルギー転換に対して与える悪影響への懸念などを表明する声明を2月末に発表。
	責任投資原則（PRI）	国際的な紛争が起きた際に、投資家が社会的責任に基づく投資の意思決定を行う上で参考となるフレームワークを提示。
アセット オーナー	カナダ年金制度（CPP）	ロシア資産の投資ユニバースからの除外を数年前に決定しており、直接的な保有はゼロ。インデックスファンド経由の間接的なロシア資産保有額も限定的。
	BT年金スキーム	ロシアの保有資産売却を、22年初から運用会社に依頼。ロシア向けエクスポージャーは、昨年末の1.9億ポンドから2月末には0.3億ポンドまで削減。
運用会社	Abrdn	2022年初よりロシア向けエクスポージャーを引き下げ、ロシア・ベラルーシの資産評価額をゼロに切り下げ、さらなる売却を予定。
	LGIM	顧客のロシア向けエクスポージャーを可能な限り削減。残りの保有額は、指数の変更がない限り削減が困難なインデックス投資分。
	ミローバ	独裁国家という理由から、ロシアだけでなく中国の資産も売却。
	SEB	1年前に策定した投資方針を見直し、防衛産業への投資を可能にすると発表（非人道的兵器を製造販売する企業等は変わらず除外対象）。
ESG 評価機関	MSCI	ロシア・ベラルーシのESG格付けを引き下げ、ウクライナは現状維持としたものの、格付け見通しをネガティブとした。
	サステナリティクス	既存のESGリスクスコアにウクライナ情勢に関連したリスクを織り込むため「システミック・イベント指標」を新たに公表。
その他	グラスルイス	①制裁対象のロシア企業などの議案への調査・助言の停止、②同国に重大なエクスポージャーを有する企業の議決権行使助言に当たっての分析フレームワークを公表。

（出所）各種報道、各社ウェブサイト等から大和総研作成

に公表した。今回のイベントの影響として、具体的には、ウクライナでの事業の継続性や従業員の安全性に関するリスクのほか、ロシアでの事業継続によるリスクなどを測定している。

議決権行使助言会社のグラスルイスは、(a) 制裁対象のロシア企業に関する調査に加えて、制裁対象のロシア人に関連する議案への助言の停止、(b) ロシアに重大なエクスポージャーを有する企業の議決権行使助言に当たっての分析フレームワークをウェブサイト上で3月に公表した⁶。このうち、(b) については、事業撤退の困難さ、ロシア国民にとって同社が提供する製品等の代替困難性などを評価し、株主に対して十分な開示が行われていないと判断した場合には、取締役選任議案などへの反対票を推奨する可能性があることを示している（図表2）。

図表2 ロシアに重大なエクスポージャーを持つ企業に対する分析フレームワーク例

ロシアによる軍事侵攻に対するグラスルイスの分析アプローチ（3月31日付）

ロシアに重大なエクスポージャーを有する企業を分析するにあたっての考慮事項

<開示>

○ ロシアで事業を継続するリスクについての開示が何かしらなされているか

○ 企業のアプローチに対する全てのステークホルダーの懸念に対応しているか

<産業・ビジネスモデル>

○ ロシアでの事業停止の困難さはどの程度か

○ ロシア国民に不可欠な製品・サービスを提供しているか

(注) 下線は大和総研による

(出所) Glass Lewisから大和総研作成

2章 ロシアによる侵攻が ESG 投資に与えた影響

ロシアによる軍事侵攻後の金融資本市場・投資家の動向を踏まえ、以下では、今次局面が ESG 投資に与えた影響について整理する。今回の軍事侵攻による動揺を受けて、ESG 投資のあり方を問う声が強まっている。本章では、① ESG 投資でのロシア資産保有をどう考えるべきか、② 今回の軍事侵攻はグリーンファイナンスへの逆風となるか、③ ESG 投資における兵器（防衛産業）の取り扱いを変えるべきか、④ 紛争地域での人権侵害を考慮した投資はどうあるべきか、という4つの問いについて、ロシアによる軍事侵攻が与えた影響、議論の動向などを整理していく。

1. ESG 投資でのロシア資産保有をどう考えるべきか

1) ESG 投資におけるロシア資産保有の是非

今回の軍事侵攻を受けて、ロシア政府に内在する問題や政府と密接な繋がりを持つ企業のガバナンス面での課題について、ESG 投資は十分に考慮できていなかったとの批判が聞かれている。例えば、ブルームバーグの調査によれば、調査対象となった ESG ファンド全体（2.3 兆ドル）のロシア資産へのエクスポージャーは、軍事侵攻直前の時点で 83 億ドル分だった⁷。また、ロシア資産を保有していたファンドのうち 13 本は、EU を拠点とする資産運用会社等のサステナビリティ開

6) Glass Lewis (2022) “Glass Lewis’ Research Approach in the Context of Russia’s Invasion of Ukraine.” <https://www.glasslewis.com/glass-lewis-research-approach-in-the-context-of-russias-invasion-of-ukraine/>（2022年6月24日アクセス）

7) Bloomberg (2022) “ESG Funds had \$8.3 Billion in Russia Assets Right Before War.” <https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-03-08/esg-funds-had-8-3-billion-in-russia-assets-right-before-the-war>（2022年6月24日アクセス）

示規則を定めるSFDR⁸で「サステナブル投資を目的とする金融商品（9条ファンド）」とラベル付けされたファンドだった。ESGスコアについても、セヴェルスターリ（鉄鋼）、スベルバンク（銀行）といったロシア企業が、同業他社の平均より高かったとの批判がなされている⁹。

もっとも、ESGファンドはロシアによる地政学リスクを抑制できていたとの見方もある。例えば、モーニングスターの調査によれば、新興国市場向けのサステナブルファンドのうち、ロシア向けエクスポージャーが純資産残高の4.9%（新興国ファンドの平均）を超えていたファンドは1本にとどまっており、サステナブルファンドは全体的にロシア向けエクスポージャーの比率が低かった模様である¹⁰。また、先のブルームバーグの調査対象となったESGファンド全体のうちロシア資産の割合は0.36%と限定的である。個別のファンドでは、ロシアの地政学リスクを考慮しきれていなかった事例もあるだろうが、総じてリスクは回避できていたとみることができる。

ESG投資でのロシア資産（および独裁主義国家の資産）保有の是非における議論の焦点は、「ESG投資の目的をどのように捉えるか」ということであろう。すなわち、ESG投資には社会的責任が求められるため、独裁主義国家に投資すべきでないという立場をとるならば、ロシア資産の保有は是認されないだろう。実際、一部の運用会社

から「ESG投資家は、民主主義国に投資対象を限定すべき」との声も聞かれている¹¹。一方で、ESG投資を「ESGに係る機会・リスクを考慮することで、投資パフォーマンスの向上を目指す投資手段」と捉えるならば、ロシア資産を多少保有していても、リスクが十分に抑えられるならばESG投資とみなすことができる。実際、「ESG投資は倫理投資ではなく、環境・社会・ガバナンスに関連するリスクから投資資金を守るツールに過ぎない」との反論も聞かれている¹²。

上記の議論は、ESG投資の明確な定義が定まっていない上に投資手法が多様（ネガティブ・スクリーニング、ESGインテグレーションなど）であることから生じている認識のズレであるようにみえる。アセットオーナー・アセットマネージャーなどの投資家にとって今回の軍事侵攻は、ロシアのような地政学リスクの高い先への投資の是非を考えるうえで、投資主体全体やファンドにおけるESG投資の目的の再確認を迫るものといえる。その際には、1章で触れたPRIのファビアン氏が示した紛争地域における投資判断フレームワークが1例として参考になるだろう（図表3）。

2) パッシブ運用におけるロシア資産除外

ロシア資産の売却方針を表明するアセットオーナーの動きがみられたものの、パッシブ運用による保有分の売却については指数会社が指数からロ

8) Sustainable Finance Disclosure Regulationの略。同規則は、金融商品をサステナビリティ特性に基づき、①環境・社会の特性を促進する金融商品（8条ファンド）、②サステナブル投資を目的とする金融商品（9条ファンド）、③それ以外の3種類に分類する仕組みであり、各金融商品は分類に応じた情報開示が求められる。

9) Aswath Damodaran (2022) “ESG’s Russia Test: Trial by Fire or Crash and Burn?” <https://seekingalpha.com/article/4498331-esgs-russia-test-trial-by-fire-or-crash-and-burn> (2022年6月24日アクセス)

10) Jon Hale (2022) “Sustainable Funds Have Lower Russia Exposure” <https://www.morningstar.com/articles/1082755/sustainable-funds-have-lower-russia-exposure> (2022年6月24日アクセス)

11) 脚注7参照。

12) Bloomberg (2022) “ESG Finds Itself at Crossroads After Investing in Putin’s Russia.” <https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-03-06/esg-finds-itself-at-crossroads-after-investing-in-putin-s-russia> (2022年6月24日アクセス)

図表3 国際的な紛争が生じた場合における ESG投資家の投資判断フレームワーク例

PR I・最高責任投資責任者のネイサン・ファビアン氏によるPR I BLOG (3月17日付)

- ① 他国の領土や政治的独立に対し武力行使をする国において、顧客や受益者をはじめとするステークホルダーは自分たちに何を期待するか
- ② 自分たちの投資は、直接的・間接的に紛争を悪化させる可能性はあるか
- ③ 侵略的な政権を支援する可能性がある投資を将来的に避けるべきか
- ④ 紛争から生じるESG関連の影響（人権、気候とエネルギー、グローバルガバナンスと制度の維持など）に対して、自分たちが評価し、優先順位を付け、対応すべきなのは何か
- ⑤ 持続可能性へのコミットメントを維持するために、投資アプローチを変更する必要があるか

(注) 下線は大和総研による
(出所) PR Iから大和総研作成

シア関連銘柄を除外しない限りは難しいとの指摘が聞かれていた¹³。例えば、アクティブ運用を行う機関投資家の中には地政学リスクの高まりから実際の軍事侵攻前にエクスポージャーを引き下げる動きもみられていた一方、パッシブ運用の場合は、経済制裁の影響でロシア株式等の取引が困難になったタイミングで指数から除外されたケースも多かった。この間はアクティブ運用に比べてパフォーマンスが悪化していた可能性がある。

この点、機関投資家の中には、ロシア資産をできるだけ早期に当該指数から除外するよう指数会社と対話する先もあった。また、紛争や他国への軍事侵攻などのリスクが高まった場合には、当該

国の資産を売却できるようにスクリーニング基準を設定するほか、あらかじめそのようなリスクの高い国・地域の資産を除外するなどといった対応が必要ではないかという声も聞かれている¹⁴。

2. 今回の軍事侵攻はグリーンファイナンスへの逆風となるか

1) ロシアのウクライナ侵攻により揺らいだエネルギー安全保障

ロシアに対する経済制裁手段の1つに、ロシアからの化石燃料の輸入制限が挙げられる。ロシアへのエネルギー依存度が高いEUにおいても、段階的に依存度を下げていく方針を打ち出した¹⁵。具体的には天然ガスなどのエネルギー輸入元の多角化や、従来掲げている再生可能エネルギーの普及とエネルギー効率の改善の一層の強化である。

経済制裁と地域のエネルギーの安定供給を両立するには、ロシアから調達していた分の化石燃料を他の地域からの調達に切り替えていく必要がある。EUは米国やアフリカなど、他の産出国からの調達を進めている。結果的に、世界各国で化石燃料の増産、化石燃料の輸出入の増加、化石燃料関連のインフラ増設など、脱炭素とは逆行する動きが各国で起きている¹⁶。

ただし、これらは短期的な（緊急措置的な）位置づけであり、脱炭素社会に向けた大きな方向性は変わっていない。2022年3月にはG7臨時エネルギー大臣会合が開催され「エネルギー安全保

13) 関連して、GP I Fは「指数の組み入れ銘柄が変更された場合は、基本的には委託する運用会社に変更に基づいて資産の売買を行う」ほか、「法令上、政治的な理由による投資判断は行えない仕組みとなっている」との見解を公表している。

14) 三井千絵（2022）「戦争と投資の責任（2）」スチュワードシップ研究会 <http://stewardship.or.jp/esg/war2/>（2022年6月24日アクセス）

15) EUROPEAN COMMISSION “REPowerEU: Joint European Action for more affordable, secure and sustainable energy” (Mar 2022)

16) Climate Action Tracker “Global reaction to energy crisis risks zero carbon transition -Analysis of government responses to Russia’s invasion of Ukraine-” (Jun 2022)

障に向けた最も重要な貢献は、省エネルギーに基づくクリーンなエネルギー移行の加速であり、クリーンで安全かつ持続可能なエネルギーの使用への移行、電化、低炭素由来および再生可能資源由来の水素の使用、そしてその派生物を含むものであると固く確信し、引き続き努力する。」というメッセージが寄せられた。2022年5月に開催されたG7気候・エネルギー・環境大臣会合コミュニケでは、2025年までに非効率な化石燃料補助金を廃止することが改めて確認された。化石燃料の使用に対しては本来カーボンプライシングの導入などを通じて使用に応じたコスト負担が求められており、これに逆行する化石燃料補助金はパリ協定と整合的でないと位置づけられている。しかし、現状は化石燃料価格の高騰が企業活動や家計に与える影響が甚大であることから各国で負担軽減策が講じられている状況だ。コミュニケでは、こうした追加的に行われている化石燃料補助金を一時的かつ的を絞った救済措置とすることが明記されている。

2) ブラックロックは化石燃料への投資を容認する姿勢

2015年のパリ協定採択や2017年のTCFD最終報告書の公表を契機に、脱炭素社会に向けた政策の強化、脱炭素に取り組む企業に対する資金シフトが急速に起きた。化石燃料への投資は気候変動の観点からネガティブなものとして位置付けられ、エンゲージメントを通じて脱炭素を促す対象とされてきた。温室効果ガス排出量が相対的に多いことから、エネルギー関連企業はESG投資のポートフォリオでは相対的にウェイトが低くなる傾向にあった。

しかし、先ほど述べた通りロシアのウクライナ

侵攻を契機に、ロシアからの調達を切り替える必要に迫られた地域での化石燃料の需要が局地的に増え、化石燃料の増産やインフラの増設などが起きた。エネルギー安全保障が意識され、エネルギー関連企業の株価が上昇したこともあり（図表4）、資本市場においてこれまでの揺り戻しが起きている。

ブラックロックは2022年5月に“2022 climate-related shareholder proposals more prescriptive than 2021”を公表し、気候変動関連では投資家の投資判断に重要な情報の開示を促す内容の株主提案には賛成する一方、経営陣の意思決定を過度に制約するもの、企業の戦略もしくはビジネスモデルの変更を求めるもの、企業の長期的な株主価値向上にとって重要ではない問題に対処することなど、企業経営の細部に介入するような株主提案には賛成しない方針を打ち出した。その背景として、ロシアのウクライナ侵攻が脱炭素社会への移行に影響を与えており、少なくとも短期的・中期的には従来のエネルギー（明記されていないが化石燃料由来のエネルギーと推測され

図表4 ニューヨーク証券取引所の株価の動き



(出所) Wall Street Journal、ニューヨーク証券取引所、Haver Analyticsから大和総研作成

る)と再生可能エネルギー双方に投資をする企業の必要性が高まり、双方に効果的に投資を行う企業はブラックロックの顧客にとって魅力的な利益を生み出すとの考えを示した。

2020年のラリー・フィンク氏のレターにある通り、ブラックロックが気候変動を考慮した運用を行ってきたのはよりよいリスク調整後のリターンを顧客に提供するためと位置づけられている。今回、少なくとも短期的・中期的には気候リスクとリスク調整後のリターンの関係が変化したという判断に基づき、株主提案の方針が公表されたものとみられる。

3) サステナブルファイナンスの実務担当者からの問題提起

HSBC AMの責任投資責任者であるスチュワード・カーク氏は2022年5月、Financial Times主催のイベントで”Why investors need not worry about climate risk”と題するプレゼンテーションを行った。この中で、気候リスクが過大評価されており、少なくとも気候変動の緩和(既に影響が生じている事象への対応ではなく、これからの影響を抑えるために温室効果ガス排出量を少なくすること)については、自社の運用のタイムホライズンに鑑みると考慮すべきリスクではないと考えていること、様々な規制強化により運用会社の仕事が必要以上に増加している、といった主張を述べた。このスピーチに対しては各方面から批判がなされ、HSBCのCEOのノエル・ク

イン氏はSNSで、カーク氏の発言は同社の戦略と矛盾していると発信し、火消しに追われた。

しかし、サステナブルファイナンス関係者からは、カーク氏の発言を評価する声も上がった。冒頭でも紹介したブラックロックのサステナブル投資部門・元CIOであるタリク・ファンシー氏はオンラインメディアのReporter Wingsのインタビューで、カーク氏のスピーチに全面的に賛成するわけではないが、ポートフォリオにおいて気候リスクを考慮することは気候変動と戦うことと同義ではなく、投融資を通じてできることの限界を認識すべきであり、今後本質的な議論を行うきっかけになるという期待を述べた¹⁷。また、ドイツ銀行傘下の資産運用会社DWSの元サステナビリティ責任者のデジレー・フィクスラー氏もFinancial Timesの取材に対し、ESGの議論は過度に一方通行になりがちであり(例えばフィクスラー氏は取材の中でESGが“すさまじい資金調達の機械”になっており、ESGに懐疑的な人であってもこの流れに飛び乗っている現状や、ESG投資に携わるエグゼクティブたちが、環境や社会に対する実際の影響ではなく、PRの成果で報酬を得ている現状を皮肉っている)、カーク氏の反対意見は歓迎すべきだと述べている¹⁸。

ファンシー氏の指摘は、金融は脱炭素社会に向かう経済活動を支えることは可能であっても気候変動を主体的に解決することはできないという問題意識に立つものである一方、フィクスラー氏の問題意識は気候変動を含むESGに取り組むとう

17) Reporter Wings “HSBC exec suspended for ESG comments brought ‘dose of honesty’ to debate, ex-BlackRock sustainable investing chief says” (URL: <https://reporterwings.com/finance/hsbc-exec-suspended-for-esg-comments-brought-dose-of-honesty-to-debate-ex-blackrock-sustainable-investing-chief-says/>) (2022年6月24日アクセス)

18) Financial Times “Asset managers divided by HSBC executive’s climate criticism” (URL: <https://www.ft.com/content/3e7cd452-77d8-4c61-b44a-96858bcd0764>) (2022年6月24日アクセス)

たっていないながら実際中身が伴っていないというウォッシュであり、コメントの主旨は異なる。とはいえ、どちらも突き詰めると、グリーンファイナンスを含むESG投資の目的は何か、という本質的な問いに行きつく。今回のロシアのウクライナ侵攻をきっかけに、様々な目的を持つ投資家から資産運用を任されているアセットマネージャーは、改めて気候変動問題（ESG）を運用において考慮する理由を問われている。

3. ESG投資における兵器（防衛産業）はタクソノミーに含まれるべきかの取り扱いを変えるべきか

1) EUサステナブルファイナンス行動計画における兵器の位置づけ

ロシアのウクライナ侵攻を受け、ESG投資における防衛産業（兵器）の取り扱いが改めて議論になっている。欧州では従来、兵器はネガティブ・スクリーニングの対象となることが多い（図表5）。日本においてもクラスター弾に関する条約など国際的な枠組みに基づいて製造・利用を禁止する兵器に対しては、投融資対象としないことを明確にする金融機関が複数ある。

EUが掲げるサステナブルファイナンス計画の中でも、資産運用業者等に対するサステナビリティ関連情報の強化や、サステナビリティを掲げるベンチマークに対する情報開示の強化、持続可能な経済活動を分類するタクソノミーの作成など実施・検討中の様々な施策において、兵器はネガティブなものとして捉えられている。例えばEUのベンチマーク規制¹⁹では、脱炭素の軌道に乗っ

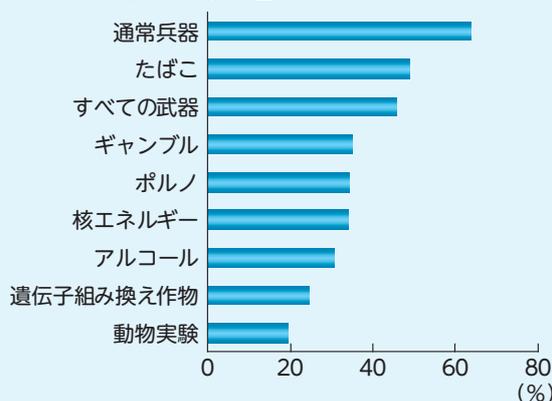
たポートフォリオ（ポートフォリオ全体の温室効果ガス排出量が一定の基準を満たすように減少していくもの）に対し、気候ベンチマーク（EU Climate Transition Benchmarks もしくはEU Paris-aligned Benchmarks）という名称を掲げていることを認めているが、ポートフォリオの中に通常兵器に関与する企業を含まないことを要件としている²⁰。

2) 注目されるタクソノミーでの取り扱い

(1) ソーシャルタクソノミーの議論

タクソノミーに関しては既に一部環境の観点から持続可能な経済活動を分類する枠組み（以下、本稿ではグリーンタクソノミー）が設けられているが、社会の観点からも分類の枠組みを作る動きがある。2022年2月28日に欧州委員会の諮問機関であるPlatform on Sustainable Finance

図表5 欧州機関投資家が投資対象から除外している項目



(注) 通常兵器 (Conventional Weapons) とは大量破壊兵器以外の在来型兵器を指す。実際にどの範囲まで投資除外に指定するかは運用機関によって異なるが、代表的な例としては、クラスター爆弾や対人地雷が挙げられる
(出所) European Sustainable Investment Forum “EUROPEAN SRI STUDY 2018” から大和総研作成

19) EUが規制対象としているベンチマークは、①金融契約の支払金額を決定する際に参照されるインデックス、②金融商品の価値算出に参照されるインデックス、③投資ファンドのパフォーマンス測定のために用いられるインデックス（リターンを算出したり、ポートフォリオの資産配分の決定、または手数料計算などの目的を含む）である。

20) 詳細は太田珠美「EUの気候ベンチマークが始動」（2020年9月25日）大和総研レポートを参照。

は“Final Report on Social Taxonomy”（以下、ソーシャルタクソノミー最終報告書）を欧州委員会に提出した。そこでは、そもそも企業の経済活動は雇用の創出や納税、社会に必要なとされる製品やサービスの提供など社会に有益なもののみなせることを踏まえ、ソーシャルタクソノミーで定義する持続可能な経済活動はより追加的なものであると述べている²¹。具体的には①ディーセントワーク（働きがいのある人間らしい仕事）、②エンドユーザーの十分な生活水準やウェル・ビーイング²²、③包摂性と持続性のあるコミュニティ・社会の実現、のいずれかに貢献する活動を挙げている。一方で、考慮すべき有害な（害があることが明確であり、害を減らすことが難しい）経済活動として、健康に害を与えることが広く知られているたばこの製造および販売を挙げ、加えて国際的に合意された条約で製造や使用が禁止されている兵器への関与を挙げた。ソーシャルタクソノミーは現時点では諮問機関の提言という位置づけだが、今後この提言を元に欧州委員会や議会、理事会で議論されることになる。

（2）防衛産業の働きかけとその結果

ソーシャルタクソノミーは既に一部適用が開始されているグリーントクソノミーや、S F D R、C S R D（Corporate Sustainability Reporting Directive：企業に対するサステナビリティ情報開示指令）にも反映されることが見込まれている。兵器への関与がソーシャルタクソノミーにおいて有害な経済活動（持続可能ではない）と区分され

た場合、兵器に関与する企業はこれまで以上に、サステナビリティを考慮した投融資の対象から除外される可能性があり、防衛産業からは強い懸念が示されている。

2017年7月にソーシャルタクソノミーの最初のドラフトが公表される少し前（同年3月）、ドイツ安全保障・防衛産業連盟（B D S V）やフランス防衛産業審議会（C I D E F）を始めとする、欧州の複数の防衛関連業界団体は連名で“*No sustainability without a defence and security industry*”を公表し、防衛産業が投資対象から除外されることで市民の安全や社会の安定が守れなくなり、民主主義と自由を保護することができなくなると訴え、タクソノミーにおいて防衛産業を持続可能なものとして認めるよう主張していた。

先に述べた通り、ソーシャルタクソノミー最終報告書では国際的に合意された条約（生物兵器禁止条約、特定通常兵器使用禁止制限条約、化学兵器禁止条約、対人地雷禁止条約、クラスター弾に関する条約、核兵器禁止条約など）で製造や使用が禁止されている兵器を有害な活動とすることが提案されている。ソーシャルタクソノミー最終報告書では特定の兵器は有害であることを示す一方で、ベンチマーク規制のように兵器全般を投資対象から除外するような内容にはしなかった。防衛産業などの意見や、ロシアのウクライナ侵攻を考慮した可能性も考えられる。ソーシャルタクソノミー最終報告書の公表に先立つ2022年2月15日、欧州委員会は防衛に関する行動計画や戦略などを公表している。その中で防衛に関する研究や

21) ソーシャルタクソノミー最終報告書では、製薬会社の例を挙げ、通常の事業として医薬品を製造・販売することはソーシャルタクソノミーで定義される社会的に持続可能な経済活動ではないが、例えば社会的に弱い立場に置かれている特定のコミュニティに対して、必要とされる特定の医薬品を手ごろな価格で提供することは、追加的な社会的便益と分類することも可能であるとしている。

22) 厚生労働省雇用政策研究所「雇用政策研究会報告書」（2019年7月）によれば、ウェル・ビーイングとは個人の権利や自己実現が保障され、身体的、精神的、社会的に良好な状態にあることを意味する概念である。

能力開発などへの投資に関する施策についても言及があり、サステナブルファイナンス行動計画など他の施策によって防衛に関する研究や能力開発などへの投資が滞ることがないようにする、という趣旨の内容が盛り込まれた²³。ロシアのウクライナ侵攻に伴い、地理的に近い欧州各国で改めて防衛の重要性が意識される中、サステナブルファイナンス行動計画における兵器の位置づけにも変化が生じているものとみられる。

(3) 防衛産業は持続可能な経済活動と定義されるか

ただし、サステナブルファイナンス関係者からは投資先が製造や販売に関与した兵器がどのように使われるかわからないことから、防衛産業をサステナブルなものとして位置づけることに異論を唱える声は多い。仮にソーシャルタクソミーで持続可能なものだと位置づけられたとしても投資はしないと明言する投資家もあり、防衛産業が期待するような効果（資金調達が円滑にできる）が得られるかは疑問も残る。

ロシアのウクライナ侵攻に限らず、世界各地で紛争が起きており、現実問題として防衛産業が人々の安全な生活を守るために必要とされているのは確かだが、長期的に目指すべきは防衛産業を強化する必要性がなくなる（外部からの軍事的脅威にさらされる状況でなくなる）未来であろう。ソーシャルタクソミーで定義される社会の観点での持続性は、一般的な企業の経済活動が生み出す便益（雇用の創出や納税、社会に必要とされる製品やサービスの提供など）を超え、より追加的なものとされ、持続可能な経済活動と位置づけら

れるハードルは高い。今後のEUの議論次第ではあるが、投資家からの反対意見とソーシャルタクソミーのハードルの高さに鑑みると、防衛産業を持続可能なものとタクソミーで位置付ける可能性は低いのではないかと。

4. 紛争地域での人権侵害を考慮した投資はどうあるべきか

戦争や紛争において民間人や民間施設を攻撃することは国際法上禁止されているが、現実には病院や学校などが標的となり、多くの一般市民が被害にあう。多くの難民も生まれる。ロシアのウクライナ侵攻を受け、新規投資の停止、資金の引き揚げを打ち出す金融機関の中には、戦争において起きる人権侵害に対する懸念に言及する企業も少なくない。従来ノルウェー政府年金基金など、人権侵害や戦争や紛争の状況下での深刻な個人の権利侵害に加担する、ないしは加担する可能性がある企業を投資除外としているケースもあったが（図表6）、必ずしも一般的ではなく、改めて投資家の中に戦争や紛争の際にどのように投融資判断すべきか方針を策定する動きが出ている。

国連の人権理事会が2011年に「ビジネスと人権に関する指導原則」を承認してから、企業に対して人権デューデリジェンス（バリューチェーン全体でどこに人権リスクが潜んでいるか特定し、人権侵害は可能な限り回避できるよう対策をとったり、人権侵害が発生した場合に救済措置を講じること）を求める動きが世界的に広がっていた。人権を尊重しない企業に投資をすることはリスクであるという認識は以前から投資家に広がりつつあったが、これまで重点が置かれていたのは、見

23) European Commission“Commission unveils significant actions to contribute to European Defence, boost innovation and address strategic dependencies” (2022年2月15日)

童労働や強制労働、ハラスメントや差別といった、日常的に起きている、起こり得る人権侵害に対する対応であった。

ロシアのウクライナ侵攻を受け、19カ国の200を超えるアセットオーナーやアセットマネージャー、サービスプロバイダが加盟する“Investor Alliance for Human Rights”は2022年3月に“Investor Alert: Human Rights Risks Related to the Russian Invasion of Ukraine”を公表した。2022年5月にも56の投資家²⁴が連名で“Investor Statement on the Crisis in Ukraine”を公表している。いずれも今後の投資方針について示したものであり、主な内容として、人権侵害を引き起こす、もしくは助長する活動（ロシアおよびベラルーシの政府、国営企業、軍に資金提供または支援する可能性のある活動）を特定するため、投資先のバリューチェーン全体の事業活動などを調査すること、調査結果に基づき人権リスク

へのエクスポージャーの軽減を図ること、人権への悪影響が生じている場合にはその是正に取り組むことなどが盛り込まれている。なお、投資先の企業が紛争地域からの事業撤退を検討している場合、従業員や地域社会、その他ステークホルダーに与えるネガティブインパクトも精査すべきだとの指摘もなされている。一律な事業撤退を求めるのではなく、戦争や紛争に関わっていない一般市民の人権にも配慮する姿勢も示された。

3章 地政学リスクとESG投資をどう考えていけばよいか

1. ロシアのウクライナ侵攻はESG投資に対して逆風なのか、追い風なのか

今回のロシアのウクライナ侵攻がESG投資に与えた影響について改めて整理すると、①ESG

図表6 ノルウェー政府年金基金のダイベストメント方針

企業の取扱製品をベースとした監視・除外対象リスト

- ・非人道的兵器やその部品の開発・製造に関わる企業
- ・たばこの製造
- ・娯楽目的の大麻の製造
- ・一般炭（発電用燃料）を使用して発電している電力会社や、一般炭を採掘している企業
※発電/採掘量が少ない、もしくは売上高や利益に占める比率が小さい場合は除く

企業の行動をベースとした監視・除外対象リスト

- ・深刻または組織的な人権侵害
- ・戦争や紛争の状況下での深刻な個人の権利に対する侵害
- ・武力紛争の際に適用される国際的な原則などに重大かつ組織的に違反した国への兵器の販売
- ・深刻な環境被害
- ・許容できないレベルの温室効果ガスの排出
- ・大規模な汚職や重大な金融犯罪
- ・その他基本的な倫理規範に対する重大な違反

(出所) ノルウェー政府年金基金倫理委員会 “Guidelines for Observation and Exclusion of companies from the Government Pension Fund Global (G P F G)” から大和総研作成

24) 文書公表時の数値であり、本稿執筆時点（2022年6月19日）では59に増えている。

投資でネガティブに評価されてきた化石燃料を短・中期的には投資対象として容認する動きが生じ、改めて気候リスクを運用に考慮する意義・必要性が問われるようになった、②ESG投資でネガティブに評価されてきた兵器を防衛という観点で容認すべきという意見が台頭してきた、③戦争・紛争に伴う人権侵害を投資判断に組み込む動きが強まった、の3点が挙げられる。①と②はこれまでのESGの評価軸の是非を問うもの、③はESGの評価軸を強化するものといえるだろう。

ただし、①・②に関して影響が生じているのは短・中期的な運用リターンを意識する必要のある投資家（資産運用会社）が中心とみられ、長期運用の投資家（アセットオーナー）に関しては投資ホライズンや、ユニバーサルオーナーシップ²⁵の観点から、明確な影響（投融資方針を変えるような動きなど）は確認できない。

2. 日本の投資家、企業は今後どう対応していくべきか

1) 投資家は地政学リスクへの対応の検討を

過去にも戦争や紛争といった地政学リスクが顕在化した地域から投資を引き揚げたり、事業を停止・撤退する動きは起きた。今回、日本でも資産運用会社がロシア関連資産を含む投資信託の新規設定・解約を停止し、一部の企業は事業を停止・撤退するという決断をしている。

一方、過去と今回で状況が違うのは、世界的に投融資判断にESGを考慮する必要性が高まっていたり、経営にサステナビリティを考慮する金融機関や企業が増えていることだ。前掲図表3の通り、PRIは投資家の判断フレームワークを提唱

している。同フレームワークでは、地政学リスクが顕在化した際は、投融資先の売り上げや利益への影響を確認するだけでなく、最終受益者である顧客が自社に対して何を期待しているか、投融資先のバリューチェーンを通じて戦争・紛争を悪化させる懸念はないか等を確認し、投融資判断に組み込むことを提唱している。また、同フレームワークに従えば、好戦的な国・政府を支援する可能性がある投資を将来的に避けるべきか否か、戦争・紛争に伴う環境や社会、グローバルガバナンスへの影響に対して自分たちが優先して対応すべき事項は何か、これらを踏まえて投資方針等を変更する必要があるか、といったことを検討し、社内で共有しておくことも必要だろう。

いずれにしろ、対応が遅れることで運用のリターンに負の影響が生じる懸念があることに加え、環境や人権への配慮がなされていないとNGOや市民団体、消費者などステークホルダーから批判される可能性もある。今回の件を、今後の対応に活かすべきだろう。

2) 企業に求められる対応、情報開示

日本企業も地政学リスクとは無縁ではなく、投資家が売上高や利益への影響に止まらず、ESGの観点から投融資判断をすることを理解しておく必要がある。自社の事業活動が戦争・紛争を直接・間接的に支援していないか、バリューチェーンも含めて把握することが必要である。

ただし、単に戦争や紛争を起こした国・地域の事業をやめればいい、ということではない点は留意が必要だろう。前述の投資家の連名による人権に関するステートメントにおいては、戦争や紛争

25) 市場全体に幅広く分散投資するユニバーサルオーナーは、経済社会の持続的な成長や、市場の健全な機能を確保されないと、中長期的な運用資産に負の影響が生じることから、投融資先が環境や社会に与える影響にも配慮する必要があるという考え方。

を支援する可能性のない事業を停止・撤退する場合は、従業員や地域社会、その他ステークホルダーに与えるネガティブインパクトも精査すべきとされている。

なお、今回は議決権行使助言会社であるグラスルイスは、ロシアに重大なエクスポージャーを有する企業に対して、ロシアで事業継続することのリスクの開示をしているかどうか、ロシア国民に不可欠な製品・サービスを提供しているかどうかなどを考慮すると表明した。今後地政学リスクが顕在化した際は同様の方針が打ち出されるものと考えられ、今後企業が地政学リスクに対応する際の参考になるだろう。

3. 地政学リスクの高まり

1) 資源国で高い地政学リスク

今回のロシアによる軍事侵攻による様々なリスクの特定・点検に当たっては、バリューチェーンに含まれる企業に対するデューデリジェンスだけ

ではなく、企業が所在・関連する国や地域の地政学リスクを検討することが必要であろう。

本稿の2章では、今回のロシアのウクライナ侵攻を受けても、各国の脱炭素社会を目指す意思は変わらず、化石燃料への依存を減らしてエネルギー自給率を高め、地政学リスクを低下させる方向であると述べたが、例えば、脱炭素社会を目指すに当たって必要となる主な鉱物資源の産出国をみると、ロシアはリチウムイオン電池などで用いられるコバルトやニッケル、大容量蓄電池などで用いられるバナジウムで産出が上位となっている(図表7)。このほか、コバルトでは児童労働問題を含む人権問題が深刻なコンゴ民主共和国が最大の産出国であるほか、レアアースやバナジウム、リチウムなどで新疆ウイグル問題などが懸念される中国が産出上位国となっている。消費する分を常に確保する必要のある化石燃料に比べ、鉱物資源の供給が地政学リスクの顕在化により止まる影響は幾分か小さいといえるのかもしれないが、脱

図表7 脱炭素に必要となる主な鉱物資源と産出国

	用途	1位	2位	3位
銅	風力発電、蓄電池、リチウムイオン電池、全固体電池	チリ 27%	ペルー 10%	中国・コンゴ 9%
レアアース	風力発電、高性能磁石、燃料電池	中国 60%	米国 15%	ミャンマー 9%
コバルト	大容量蓄電池、リチウムイオン電池	コンゴ 71%	ロシア 4%	豪州 3%
ニッケル	大容量蓄電池、リチウムイオン電池、全固体電池、燃料電池	インドネシア 37%	フィリピン 14%	ロシア 9%
リチウム	大容量蓄電池、リチウムイオン電池、全固体電池	豪州 55%	チリ 26%	中国 14%
バナジウム	大容量蓄電池、水素タンク	中国 66%	ロシア 17%	南ア 8%
マンガン	大容量蓄電池、リチウムイオン電池、全固体電池	南ア 37%	ガボン 18%	豪州 17%

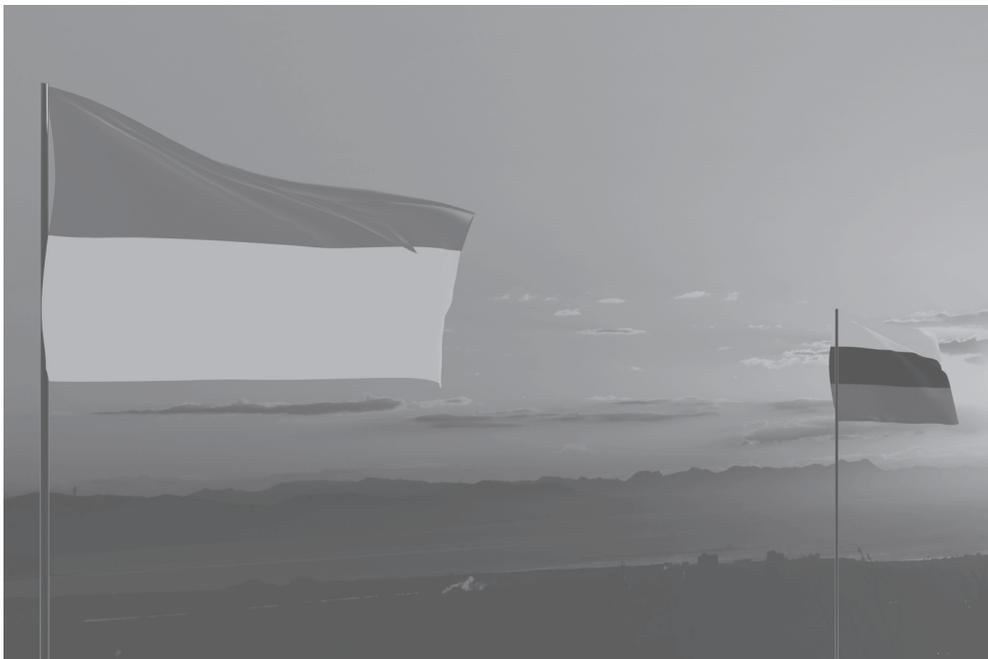
(注) 2021年時点。パーセンテージは、産出国の占有率
(出所) 米国地質調査所・経済産業省から大和総研作成

炭素社会を目指す過程においても地政学リスクと無縁でいられないことは意識しておく必要はあるだろう。

これらの鉱物資源の産出国に加えて、原油・LNG産出国について、地政学リスクの度合いを表す指標を取りまとめたものが図表8である。例えば、世界銀行の Worldwide Governance Indicators (WGI) は、専門家による分析のほか、外部の調査も勘案して国のガバナンスの度合いを指標化したものである。この中の一指標である「政治的安定性と暴力の不在」は、鉱物資源の供給リスクを試算するうえでしばしば用いられる²⁶。これをみると、同指標が下位に位置するようなガバナンスの評価が低い国が多いことが分かる。また、フリーダムハウスや V-Dem、エコノミスト・イ

ンテリジェンス・ユニットが公表する指標は、様々な調査をもとに国の自由度・民主主義の度合いを評価したものである。資源国については「非自由」や「権威主義体制」などと評価されている国が多く、地政学リスクが高いとみなせるだろう。

なお、図表8では、今回の戦争における関連国（ロシア・ウクライナ・ベラルーシ）も掲載している。ロシア・ベラルーシについては、どの調査主体でも評価が低い。ウクライナは調査主体によって評価がまちまちではあるが、世界銀行の「政治的安定性と暴力の不在」については、2014年におけるロシア軍によるクリミア侵攻以降、低い評価が付されている。ある意味、今回のロシアによる軍事侵攻についても、同指標には織り込まれていたとみなすことができるかもしれない。



26) 新興国ファンドを扱う一部の運用会社でも、新興国におけるESGデータの不足を補うため、世銀が提供するデータや、本稿で紹介するような国のガバナンスを表す指標をもとに、投資先国のユニバースを決定したり、投資ウェイトの調整を図ったりしている模様である。詳細は、下記参照。Stuart Theobald (2022) “Drivers of Investment Flows to Emerging and Frontier Markets.”, Mobilist

図表8 地政学リスクを表す指標<資源国、ロシア・ウクライナ戦争関連国>

調査機関	世界銀行		Freedom House		V-Dem			Economist Intelligence Unit	
	政治的安定性と暴力の不在	政治体制	総合スコア	政治体制	選挙民主主義指数	自由民主主義指数	政治体制	総合スコア	
鉱物資源国									
中国	下位38%	非自由	下位9%	完全独裁主義	下位2%	下位4%	権威主義体制	下位11%	
フィリピン	19%	一部自由	46%	選挙独裁主義	43%	42%	欠陥のある民主主義	68%	
インドネシア	28%	一部自由	49%	選挙民主主義	56%	58%	欠陥のある民主主義	69%	
ミャンマー	10%	非自由	9%	完全独裁主義	4%	13%	権威主義体制	1%	
豪州	73%	自由	93%	自由民主主義	89%	92%	完全な民主主義	95%	
米国	46%	自由	72%	自由民主主義	84%	84%	欠陥のある民主主義	84%	
ロシア	21%	非自由	19%	選挙独裁主義	22%	16%	権威主義体制	26%	
ペルー	38%	自由	61%	選挙民主主義	76%	78%	欠陥のある民主主義	57%	
チリ	49%	自由	92%	自由民主主義	86%	88%	欠陥のある民主主義	85%	
コンゴ民主共和国	7%	非自由	19%	選挙独裁主義	20%	16%	権威主義体制	2%	
南アフリカ	40%	自由	67%	選挙民主主義	72%	73%	欠陥のある民主主義	74%	
ガボン	44%	非自由	20%	選挙独裁主義	37%	32%	権威主義体制	28%	
原油・LNG産出国									
サウジアラビア	下位23%	非自由	下位6%	完全独裁主義	下位0%	下位4%	権威主義体制	下位9%	
イラン	8%	非自由	14%	選挙独裁主義	11%	21%	権威主義体制	8%	
UAE	66%	非自由	17%	完全独裁主義	3%	12%	権威主義体制	20%	
オマーン	57%	非自由	23%	完全独裁主義	10%	23%	権威主義体制	22%	
カタール	68%	非自由	24%	完全独裁主義	1%	13%	権威主義体制	32%	
イラク	1%	非自由	27%	選挙独裁主義	36%	34%	権威主義体制	31%	
クウェート	54%	一部自由	34%	完全独裁主義	29%	41%	権威主義体制	34%	
ロシア	21%	非自由	19%	選挙独裁主義	22%	16%	権威主義体制	26%	
マレーシア	51%	一部自由	42%	選挙独裁主義	41%	43%	欠陥のある民主主義	77%	
露・宇戦争 関連国									
ロシア	下位21%	非自由	下位19%	選挙独裁主義	下位22%	下位16%	権威主義体制	下位26%	
ウクライナ	12%	一部自由	51%	選挙民主主義	50%	45%	混合体制	49%	
ベラルーシ	21%	非自由	7%	選挙独裁主義	12%	2%	権威主義体制	13%	
参考									
日本	87%	自由	95%	自由民主主義	87%	85%	完全な民主主義	90%	

参考：各指標の概要

世界銀行	「政治的安定性と暴力の不在」は、政治的不安定性及びテロリズムを含む政治的動機による暴力の可能性を測定。Worldwide Governance Indicators (WGI) の6つの指標のうちの一指標。WGIは、専門家による分析・意見のほか、外部の調査(フリーダムハウスやEIU含む)も勘案した評価。
フリーダムハウス	世界の自由度を調査するNGO。「政治的権利」「市民的自由」という2つの要素から算定された総合スコアをもとに、上位から①自由国、②一部自由国、③非自由国の3類型に国・地域を分類。専門家の分析・意見をもとに評価・測定されており、世界銀行のWGIの評価に当たっても参照される。
V-Dem	スウェーデンの政治学者が設立した独立機関。約350の民主主義指標、34の中間レベル指標、「選挙民主主義指数」「自由民主主義指数」といった5つの高レベル指標をもとに各国の民主主義の度合いを、上位から①自由民主主義、②選挙民主主義、③選挙独裁主義、④完全独裁主義の4類型に国を分類。
エコノミスト・インテリジェンス・ユニット(EIU)	専門家の分析・意見に加えて、各種サーベイ調査をもとに、「選挙プロセスと多元性」「政府の機能」「市民の自由」を含む5つの指標から民主主義の度合いを指数化。指数上位から①完全な民主主義、②欠陥のある民主主義、③混合体制、④権威主義体制の4類型に国を分類。

(注) 世界銀行は2020年、その他は2021年

(出所) 世界銀行、Freedom House、V-Dem、Economist Intelligence Unitから大和総研作成

2) 地政学リスクは以前に比べ高まっている

ここまでは、あくまで資源国を事例として取りあげて地政学リスクを複数の指標から確認してきた。同指標を、他の国も含めた時系列データで見ると、世界的に地政学リスクは高まっていることが推察される。

例えば、図表8でも用いたフリーダムハウスが分類する政治体制（自由国・一部自由国・非自由国）の下で居住する人口の比率をみると、2005年には46%だった「自由国」に居住する人口が2021年には20%まで低下していることが分かる（図表9）。一方で、「非自由国」に居住する人口比率は、18%から41%に上昇している。

また、フリーダムハウスが算出する「表現・信念の自由」「結社の自由」といった各国の自由度を表す個別の指標についても、改善した国より悪化した国が同期間で多い（図表10）。例えば、「法の支配」については、2005～2021年間で悪化した国の数（92か国）は改善した国（39か国）の2.4倍となっている。「表現・信念の自由」に

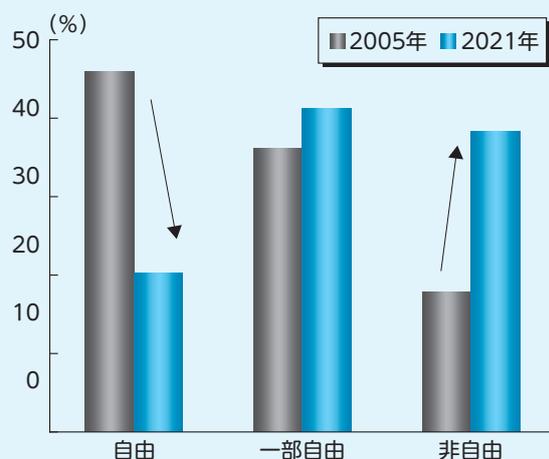
ついては同倍率が3.4倍となっている。

3) 地政学リスクをどのように考慮すべきか

地政学リスクを表す以上の指標からは、グローバルでみて地政学リスクや人権侵害の懸念はロシアによる軍事侵攻以前から高まってきていると言えよう。ロシア・ウクライナ戦争の帰結によっては、この傾向をさらに強める可能性も否定できない。また、民主主義の度合いが低い国ほど、経済成長率が高い傾向にあるという「不都合な真実」が存在するという見方もある²⁷。2章で触れた人権デューデリジェンスを含むESGの観点からの分析がより重要になることが見込まれる。

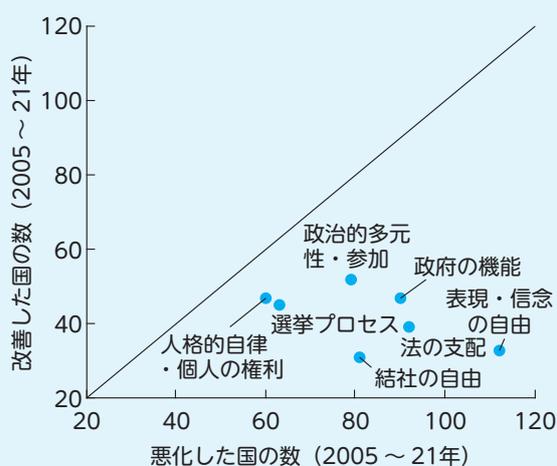
一方で、ESG投資の普及によって、新興国・フロンティア市場への投資が細まっているとの声も、英国政府による委託調査における機関投資家・ESG専門家へのインタビューでは聞かれている²⁸。人権デューデリジェンスを含むESG分析に必要なデータが不足しているほか、ESG投資家がこれらの市場への投資によるポジティブな

図表9 各政治体制のもとに住む人口比率



(出所) Freedom Houseから大和総研作成

図表10 各国の自由度を表す指標の変化



(出所) Freedom Houseから大和総研作成

27) 成田悠輔（2021）「民主主義の未来 優位性後退、崩壊の瀬戸際に」独立行政法人経済産業研究所

28) 脚注26の文献参照。

インパクトの追求よりも、人権リスクや地政学リスクの顕在化に伴う評判悪化を避けるために、そもそもこれらの市場を投資除外する傾向にあることが背景にある模様である。地政学リスクを考慮することが、本来は経済発展のために資本流入が必要なこれらの国を投資除外するという結果に繋がらないようにするためには、新興国・フロンティア市場における ESG 関連データの充実のほか、ESG 投資家によるポジティブなインパクトも踏まえた投資判断、それに必要なインパクト測定ツールの開発・普及が必要となってくると思われる。

[著者]

太田 珠美 (おおた たまみ)



金融調査部
主任研究員
担当は、金融資本市場、
コーポレートファイナンス、
ESG/SDGs

森 駿介 (もり しゅんすけ)



金融調査部
研究員
担当は、金融資本市場