

2022 年 12 月 29 日 全 4 頁

# 半減した米国の ESG 投資残高

## SEC 規制で自称 ESG 投資が減少したのか、もともと幻だったのか

政策調査部 主席研究員 鈴木裕

### [要約]

- 米国の ESG 投資支援団体である US SIF が最近公表した調査では、米国の ESG 投資残高が前回（2020 年）調査の 17.1 兆ドルから、8.4 兆ドルに半減したという。
- 調査方法の変更と、SEC による ESG 投資適正化政策の影響によって、実体の疑わしい ESG 投資が残高にカウントされなくなったものと推察される。
- 世界最大の ESG 投資残高であった米国でこのような変化が見られたことは、もともとの ESG 投資残高調査の信頼性を疑わせる恐れがある。
- US SIF のデータは、日本の官庁等においても ESG 投資残高の国際比較などでたびたび利用されている。信頼性が疑われるデータが政策立案に影響しているとするれば、現在の日本における ESG 投資促進策の在り方も改めて問われるのではないのか。

## 1. 米国 ESG 投資残高が半減

US SIF (The Forum for Sustainable and Responsible Investment) は、米国の ESG 投資<sup>1</sup>について調査するとともに、その促進策を積極的に提案している。また、US SIF は、米国の ESG 投資の残高や変化についてまとめたトレンド・レポートを 1995 年から 2 年に一度公表している。2022 年の US SIF の調査<sup>2</sup>によると、米国の ESG 投資残高が 2020 年の 17.1 兆ドルから、8.4 兆

<sup>1</sup> 脚注 2 に記した文献の表題には“Sustainable Investment”（サステナブル投資）とあるが、本稿では、これを「ESG 投資」と記している。ESG 投資と類似する投資は、サステナブル投資以外にも、社会的責任投資（socially responsible investment=SRI）、責任投資（responsible investment）、インパクト・インベストメント（impact investment）などがある。それぞれの意味の違いを重視する見解もあり得るが、例えば公益財団法人年金シニアプラン総合研究機構「年金 SRI 研究会平成 25 年度報告書」（2014 年 4 月）では、持続的発展に寄与しステークホルダーに貢献する投資について、「さまざまな呼称の間の細かな差異を議論する実益は乏しく、大括りに、財務情報だけでなく非財務情報も考慮する投資と捉えることが適切である。」（p. 9）とされている。本稿では、引用部分以外は ESG 投資という用語を用いる。

<sup>2</sup> US SIF “Trends Report” Documents Sustainable Investment Assets Of \$8.4 Trillion（2022 年 12 月 13

ドル（2022年初時点）に減少したという。わずか2年で半減したことになる。

米国のESG投資残高は、国や地域別で世界最大だった。GSIA (Global Sustainable Investment Alliance) の“GLOBAL SUSTAINABLE INVESTMENT REVIEW 2020”によると、2019年末時点の世界のESG投資残高はおよそ35.1兆ドルであり、その半分近くを米国が占めていた<sup>3</sup>。US SIFの調査はその米国のESG投資残高が急減したことを示しており、世界のESG投資の状況は大きく変わったと考えなければならない。また、世界のESG投資トレンドを踏まえて日本国内のESG投資に関する規制等が検討されているとすれば、このような不安定な調査データに基づいて政策を検討する妥当性が改めて問われることになっても不思議ではない。

## 2. 米国で半減した理由

ESG投資残高が激減した理由としては、次の2点が考えられる。

- **調査方法の変更:**2022年の調査では、ESG情報を総合的に検討する投資方針であるというだけでは、ESG投資とはカウントしない方法に変更された。様々存在するESG課題のうち、具体的に何を投資判断に組み込むかが明確に説明されていなければESG投資に分類できない。そのため、これまでESG投資残高の多くを占めていたインテグレーション運用がESG投資としてカウントされにくくなった。
- **SEC規制動向の影響:**バイデン政権の下で、米国証券取引委員会(SEC)は、ESG投資の拡大を図るための諸規制を次々に設けようとしている。政府が推進するからには、ESG投資商品について、その名称の適切性や投資の態様に疑問があってはならない。そのため、これまで資産運用機関がESG投資であると広報・宣伝してきたESG投資商品が、SECが検討している基準では、ESG投資とは認められない恐れが高まっている。こうした状況を資産運用機関が先取りして、自社のESG投資の残高をこれまでよりも少なく申告するようになった。

近年ESG投資商品に関する宣伝・広告で、ESG投資への取り組みを実際以上に描いて商品イメージをアップさせる、いわゆるグリーンウォッシュやESGウォッシュと呼ばれる問題が指摘されるようになってきている<sup>4</sup>。バイデン政権は、ESG投資を拡大するための取り組み<sup>5</sup>を進めているが、そのためにはESG投資商品にそれが欺瞞的な投資商品だという疑いがかかるようなことがあってはならない。ESG投資を名乗る以上は、それにふさわしい実体が備わっていることを明らかにする必要がある<sup>6</sup>。SECが投資商品についてESGに焦点を当てた規制を検討しているのは、そのような事情があるからだ。

そのため、ウォッシュであるとの批判を受けかねない投資商品は、ESG投資のカテゴリーから

日)

<sup>3</sup> 田中 大介 「[サステナブル投資残高の増加は継続](#)」(大和総研レポート、2021年7月27日)

<sup>4</sup> 太田 珠美 「[ESG投信のウォッシュ問題](#)」(大和総研コラム、2022年5月24日)

<sup>5</sup> 鈴木 裕 「[バイデン政権のESG政策-促進目指すが…](#)」(大和総研レポート、2020年11月25日)

鈴木 裕 「[エコノミストリポート] 米バイデン政権 『企業革命』として先行するESG投資振興策の課題」(週刊エコノミスト 2021年7月6日号) pp. 88-90

<sup>6</sup> 鈴木 利光 「[『グリーンウォッシング』対策、まずは商品名から?](#)」(大和総研コラム、2022年6月28日)

は消えていくことになる。米国で ESG 投資残高が半減したことについて、上で述べた第一の理由は、このウォッシュ批判に対する ESG 調査業者としての US SIF の反応であり、第二の理由は、資産運用機関の反応である。

このことは、真正性が危ぶまれる ESG 投資商品が、これまでは ESG 投資残高に算入されていたことを意味している。ESG 投資の中でも、インテグレーションと呼ばれる投資手法が特に問題になっているようだ。ESG インテグレーションは ESG 投資の代表的な投資手法の一つとされ、ESG に関する様々な情報を総合的に考慮した投資方法であるとされているが、内実は分かりにくい。インテグレーションを用いた自称 ESG 投資は、自称していること以外に客観的な事実がなければ ESG 投資であるとの看板を下ろすことになるだろう。

ESG 投資商品に関するウォッシュ防止は、わが国でも規制の検討が進んでいる<sup>7</sup>。日本の ESG 投資残高の大きさにも見直しが入る可能性があるろう、

### 3. データ上で変動しやすい ESG 投資規模

今回の米国における ESG 投資残高のデータ上の大変動は、ウォッシュ批判が引き起こしたものであると思われるが、ESG 投資残高の激変は過去にもあり、珍しいことではない。欧州の ESG 投資残高は 2007 年から 2009 年にかけてほぼ倍増したといわれたが、その原因は、フランスにおける ESG 投資の急増でほとんど説明できる。フランスでは、2007 年に 660 億ユーロであった ESG 投資が 2009 年に 27 倍の 1 兆 8,000 億ユーロにまで増加した。オスロ条約（クラスター弾に関する条約）の発効によりクラスター爆弾の製造業者を投資対象から排除する基準を新規に導入した例や、特定の兵器製造に関する情報を総合的に投資判断の際の考慮に加える機関投資家が増えたためである<sup>8</sup>。

日本においても ESG 投資残高が大きく変動したことがある。2015 年までは、ESG 投資信託残高と社会貢献型債券の集計によって ESG 投資残高を算出し、約 1 兆円以下（2015 年 9 月末で 8,094 億円）とのデータを示し<sup>9</sup>、欧米に比べると ESG 投資の規模は数百分の 1 にすぎないとの認識を関係者に与えてきた。しかし、2016 年には、調査集計の方法を変えたところ、「サステナブル投資合計額は 26 兆 6,872 億 5,600 万円」と、およそ 33 倍であることが判明したという発表があった<sup>10</sup>。

データの集計方法を変えたり、有力な機関投資家が投資方針書にわずかな変更を加えたりすれば、集計値は不連続に激変する。このような不安定なデータであるため、筆者は ESG 投資に関

<sup>7</sup> 鈴木利光 「ESG 投信のグリーンウォッシング対策（案）」（大和総研レポート、2022 年 12 月 27 日）

<sup>8</sup> Eurosif “Eurosif Report 2010”（2010 年 3 月 2 日）

<sup>9</sup> NPO 法人日本サステナブル投資フォーラム（JSIF）「[2015 年 9 月末現在の SRI 残高は 8,094 億円となりました。](#)」

<sup>10</sup> NPO 法人日本サステナブル投資フォーラム（JSIF）「[JSIF は日本の機関投資家によるサステナブル投資の初のアンケート調査を実施 回答 24 機関によるサステナブル投資残高は 26 兆 6 千億円に！](#)」（2016 年 1 月 15 日）

する定量的な情報の扱いには、慎重であるべきであると考えてきた。特に海外と日本を比較する際には、「これほど大きな違いがあるということは、比較の対象が異なっているのではないかと直感的に疑わせる」<sup>11</sup>「日本のエコファンドや社会貢献型債券からイメージされる投資とは異なる手法が欧米の SRI の主流であるから、単純に資産額の多寡の比較によって何か示唆を得ようとするには慎重にならなければなるまい」<sup>12</sup>と 10 年以上前から述べてきた)。また SEC 等の動向からみて、実体がないままでは ESG 投資であると自称し続けることは難しくなるだろうとも予想していたため<sup>13</sup>、今回の US SIF の調査結果に驚きはない。

#### 4. 政策形成上で多用される ESG 投資規模情報

ESG 投資の残高は、資産運用業者の自己申告を基礎にして、各国の ESG 投資調査団体が集計している。世界の ESG 投資残高は各国の集計値をさらに集計して求められている。世界の ESG 投資額の統計を集計しているのが、前出の GSIA だ。世界で最大の ESG 投資残高であったという米国のデータは、US SIF から GSIA に提供されている。わが国の ESG 投資に関する様々な政策を議論・検討する際の文書や資料でも、GSIA が公表しているデータを基に世界の ESG 投資動向が説明されている。

例えば、環境省の『令和 3 年版 環境・循環型社会・生物多様性白書』では、GSIA のデータに基づく世界の ESG 投資に対比させて日本の ESG 投資の存在感を示し、「世界では、脱炭素社会への移行や持続可能な経済社会づくりに向けた ESG 金融（環境（Environment）・社会（Social）・企業統治（Governance）といった要素を考慮する投融資）への取組が、パリ協定や持続可能な開発目標（SDGs）等を背景として、欧米から先行して普及・拡大してきました。」と説明している（p. 43）。また、経済産業省の「サステナブルな企業価値創造のための長期経営・長期投資に資する対話研究会（SX 研究会）報告書」（2022 年 8 月 30 日）は、GSIA が公表しているデータを出所として「世界の ESG 投資額の推移」を掲げている（p. 21）。さらに、内閣府の『令和 4 年度 年次経済財政報告』でも GSIA を基に ESG 投資割合の国際比較が行われている（pp. 229-230）。

岸田文雄内閣の看板政策である「新しい資本主義」のロードマップを示した「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画」（2022 年 6 月 7 日閣議決定）では、「国による大規模かつ中期・戦略的な財政出動等と呼び水として、世界の ESG 資金と呼び込む」と記すなど（p. 21）、ESG 投資にかける政権の期待は大きい。しかし、事実は変わらずともデータ上の「世界の ESG 資金」は、集計方法やわずかな投資方針の変更で激変するものである。議論の前提となる ESG 投資残高の各国データの真実性や信頼性について、US SIF の最新調査を見るといささか心配になる。

<sup>11</sup> 鈴木裕 「年金運用における ESG 投資」企業年金連合会『企業年金』2012 年 4 月号 pp. 16-17

<sup>12</sup> 鈴木裕 「年金運用における ESG 投資」企業年金連合会『企業年金』2012 年 4 月号 p. 17

<sup>13</sup> 鈴木裕 「膨らむ ESG 投資規模に疑問膨らむ」（大和総研コラム、2021 年 9 月 8 日）