

サステナビリティ投資は メインストリーム化するか？

サステナビリティ投資とは、従来の伝統的な株式評価手法とESG分析を統合することで、長期にわたって高いリターンを獲得する株式投資手法の一つである。克服すべき課題は多いが、年金ファンドなどの長期投資家にとって重要な手法の一つになる可能性がある。

サステナビリティ投資とは何か

サステナビリティ投資とは、いわゆるESG(環境、社会責任、ガバナンスの頭文字をとったもの)分析と伝統的な株式分析を統合した、長期の株式リターンの最大化を目的とした運用スタイルの一つである。NRIでは2008年6月に、この分野に造詣の深い欧米の識者にインタビュー調査を行った¹⁾。その調査の中で、欧米でのESG分析を考慮する投資は、倫理投資(特定の排除基準を設定)から、SRI(社会的責任投資)やガバナンスファンドなどに発展し、今では以下の図表のように3つの活動²⁾に収斂していることが明らかになった。一言で言うと理念先行型から長期リターン重視型への転換が生じている。

日本でサステナビリティ投資や責任投資というと、図表の中で「ベストインクラス投資」と呼ばれる第二世代の運用手法がイメージされることが多い。この投資はガバナンスや利害関係者との協力関係、といった特定のESG項目で各セクターの高評価企業を選び、投資を行う手法である。しかし、特定項目でスクリーニングを行った場合の長期の運用成績が、従来の手法より良いかどうかは、多くの実証分析が発表されているにも関わ

らず、必ずしも明らかではない。この手法によるリターンの良し悪しを論ずるのは禪問答のようなもので建設的ではないだろう³⁾。日本の年金基金から聞かれる、「SRIは、リターンを最大化するという受託者責任の観点から問題ではないか」との意見も、このベストインクラス投資を想定した疑問と考えられる。

サステナビリティ投資は、ベストインクラス投資とは一線を画している。投資先企業を従来の財務諸表やESGの観点などあらゆる角度から分析し、長期の企業業績が優れ割安価格で購入できる銘柄を探し出すことで、長期の株式リターンを最大化する運用手法である。長期リターンの最大化が目的であり、そのためにESG分析も不可欠との認識であり、ESG分析はあくまで手段である。

サステナビリティ投資は、受託者責任に対する見解も明快である。以下はサステナビリティ投資を行っている代表的な運用会社の社長のコメントである。「『このアプローチでは資産を毀損するのではないか』と問われることがある。しかしその考え方は全く逆だ。もし長期投資を行うのなら、その企業の内容をすべて理解する必要がある。我々のアプローチと異なるやり方では企業をすべて理解しているとはいえず、それこそ受託者責任を

図表 ESG要因を考慮した投資スタイルの変遷



(出所) 関係者へのインタビューから野村総合研究所が作成

NOTE

- 1) インタビュー先は、株式の自家運用を行っている年金ファンド、ESG調査会社、サステナビリティ投資会社、大手運用会社、年金コンサルタントなど合計9社、11名である。
- 2) サステナビリティ投資の他に、議決権行使を含む長期の企業価値向上を企業に働きかけるengagementや、ESGに関連するあるテーマに特化したセクター集中型の投資があるが、紙面の制約により今回は省略する。
- 3) 今回インタビューした識者の多くも同意見であった。
- 4) この運用会社は、年金コンサルタントのマーサーからESG分析で最も高い評価を受けている。
- 5) ベンチマークは特殊なSRI指数ではなく、一般的なMSCIワールド株式指数のような、通常の運用会社が利用するベンチマークを利用している。
- 6) 例えば、ウオーレン・バフェットの運用ポートフォリオは少数銘柄への集中投資で有名であるが、先に述べた運用会社も、グローバル株式ポートフォリオでありながら、保有銘柄数は30～50銘柄と他の運用会社に比べかなり少ない。企業をあらゆる角度から分析することで、他の運用会社に比べ企業見直しに対する確信度が増すため、自然と集中投資になると考えられる。またウオーレン・バフェット氏自身も「サステナビリティ」という言葉を使っている、との識者のコメントもあった。
- 7) カナダやオランダの大手年金基金を中心に、責任投資原則を明確にし、ESG要因を長期の株式運用に取り込むことを表明するケースが増えている。
- 8) サステナビリティ投資を行っている前述の運用会社では、3年間のベンチマークからの超過リターンに連動するパフォーマンス連動報酬制を採用している。

果たしたことになる。ESG項目を含めた包括的な分析でなければ、長期の企業価値を十分に調査したことにならず、受託者責任違反だといふのである。

サステナビリティ投資の一例

サステナビリティ投資を標榜する、ある運用会社⁴⁾の事例でその運用内容を説明してみたい。2005年に設立されたこの運用会社は、長期でグローバル株式ベンチマーク⁵⁾を上回るという目標を持っている。長期の株式リターンと企業業績には強い相関があること、長期の企業業績と経営チームやビジネスの品質に強い関係があるとの投資信念を持っている。この投資信念に従い、ESG項目を、経営及びビジネス品質の代理指標の一つとして利用しているのが特徴である。

もう一つの特徴は、一つの運用チームの中にファンダメンタル分析とESG分析の専門家がおり、長期の企業業績予測という一つの目的に沿って、二つの分析を継ぎ目なく統合している点である。ほとんどの運用会社では、ESG要因が企業業績にどのような影響を持つかという、いわゆるマテリアリティー評価を行うことが現時点では難しく、二つの分析を統合した運用を行うレベルに達していない。マテリアリティー評価が行われることで、はじめて二つの分析が統合され、運用プロセスの中に自然な形で組み込むことが可能になる。

名なウオーレン・バフェット氏らの投資方法とサステナビリティ投資は似通った点が多い⁶⁾。しかし、長期投資の重要性は誰もが認識しているものの、評価期間の短さなどがネックとなり、実際の株式市場は短期投資家の売買が支配的である。サステナビリティ投資は、行き過ぎた短期主義が企業の長期的な付加価値を損ねているとの問題認識を持ち、投資家がより長期の視点に立ち企業と同じ利害を持って協働していくことで、株式市場全体の企業価値を高めていくことに最大のポイントがある。

この活動がメインストリームの投資プロセスに取り込まれていくには、多くの課題がある。まず年金ファンドのような長期投資家が、本来の長期投資を目指すことを表明⁷⁾し、運用委託する場合には運用会社に長期投資を奨励するインセンティブを与えること⁸⁾が重要である。ESG項目は、短期ではなく長期の企業業績に関係する可能性が高く、分析を活発化させるには、企業業績に与える影響の大きさを正確に分析するマテリアリティー評価を進展させ、予測の精度を高める必要もある。そのためには企業と投資家が長期の企業価値向上に重要な項目は何かを話し合い、互いの理解を深めることが重要である。

株式市場全体の長期価値の向上を図るという目的に向かって、このサステナビリティ投資が根付くかどうかは、投資家、企業経営者、また運用委託された運用会社の協働作業が不可欠であることを忘れてはならない。■

サステナビリティ投資普及の条件

サステナビリティ投資の本質は、「長期の株式リターンの最大化」である。その点で長期投資家として著

Writer's Profile



堀江 貞之 Sadayuki Horie

金融市場研究室
 上席研究員
 専門は資産運用関連の先端動向調査・研究
 focus@nri.co.jp