

ESG投資の拡大には何が必要か？

ESG投資の拡大の背後にあるのはパフォーマンスに対する確信というよりも、ESG特有の「心地よさ」に求められる。ESG投資家に特有のニーズに応える商品戦略とマーケティング、レポートングが必要だ。

ESG投資の現状

この数年ESG投資への関心が再燃しており、「ESG」を冠するファンド等への膨大な資金流入が生じている。ESGファンドの資金フローは、過去2年で3,400億ドルにも達するという¹⁾。

ESG投資が今日のように広まるまでには、金融危機を経るなどしたため10年以上の時間を要した。現在では倫理・宗教観とは別の動機で行うものとの理解はかなり浸透し、その実践に資するESG評価情報も盛んに供給されるようになった。これは大きな環境変化である。

ESGのパフォーマンス

ESG投資自体は拡大する一方、未だに合意に至らない議論もある。その代表が、ESG評価とパフォーマンスの関係である。サードパーティのESG評価情報を用いた学術研究は盛んに行われているものの、その結果は玉虫色でコンセンサスは得られていない。株式運用のマーケティングの現場では、ESG評価の高い銘柄は市場のショックに対して頑健だとの主張があるのに対し、投資家が忌避する要因こそ市場を上回るリターン²⁾の源泉であり、特に今なら低ESG銘柄に妙味があるという主張も多い。

両方で合意が得られない理由は、想定する投資ホライゾンの違いにあると考えられる（図表）。ESG評価を「人気」や「業種」に類するファクターと見なすと²⁾、短期と中期のホライゾンで相反するような主張があってもおかしくない。短期では、高ESG銘柄はファンダメ

図表 投資ホライゾンごとのESGのインパクト

	短期 (～数年)	中期 (数年～10年)	長期 (10年+)
リターン	+	-	?
	(高ESG銘柄ほど人気があり、市場のショック時に売られにくい)	(低ESG銘柄は安いで、保有していればそのうち報われる)	(高ESG銘柄のみが生き残れば+、生き残らなければ-)
ファンダメンタルズ	無関係	社会の「暗部」に関わる事業の収益性は高い	ESGの事業機会が拡大する、ESG事業しか残らない(そしてそれが平均になる)

(出所) 野村総合研究所

ンタルズとは無関係に人気によって買い支えられるため下方耐性が強いのにに対し、中期では価格がファンダメンタルズに収斂するため、ESG評価の低いポートフォリオのパフォーマンスが良好なことも十分あり得るからである。例えば、ESG投資で不人気の「罪悪銘柄」の事業（タバコ、アルコール飲料、兵器の製造販売やギャンブル施設の運営など）は安定的なキャッシュフローの源泉だが、それがリターンとして正当に実現するのが中期のホライゾンである。

この中期ホライゾンまでを考えるのならば、議論はすれ違い、結論は収束しないだろう。しかし、社会構造自体が変わってしまうほどの長期のホライゾンも想定できる。例えば非常に遠い将来、高ESG銘柄のみが株式市場で生き残っている可能性もあり、それにベットするESG投資もある。そのパフォーマンスは、社会が実際にそう変わるかにかなり依存したものになろう。こうした長期のESG投資をバックテストで客観的に検証することは、データの利用可能性を鑑みても難しいのではない。

むしろ、社会を自ら変えられるほどの強力な資本が明確な意図を持って投資を行い、資本市場任せにすること

なく自らリターンを実現させるのが、このホライズンでの典型的なESG投資の形である。

第3の選好としてのESG

ESG投資の動機も一様とは言い難くなっている。一般に、個人も含む投資家のESG投資に対する態度は、次の3つに分けられるようだ。

- (A) ESG投資ならばリスク／リターンのプロファイルは良好だろうと考える投資家
- (B) ESGは運用とはあまり関係のない制約条件になるので、ESG投資のパフォーマンスは悪いはずだと考える投資家
- (C) 期待されるリスク／リターンが同等ならば低ESGよりは高ESGの方に「心地よさ」を感じる投資家

このうち(A)派と(B)派の間には、先述の通り、ESGの企業価値との関連性やファクターとしての有効性を巡って膨大な議論があり、調査の蓄積がある。そして、結局ESGがパフォーマンスとどう関係しているかについてのコンセンサスを見出せていない。ただし双方とも、パフォーマンスが重要だという点は共有している。

これに対して(C)派は、パフォーマンスを犠牲にしてよいとまでは考えない(そう考えるのは投資家というより慈善家だろう)ものの、運用戦略を選ぶ際にリスクとリターンに次ぐ第3の次元の情報としてESG評価を活用したいと考える。パフォーマンスはさておき、評判リスクを懸念してESG投資を行うプレッシャーに曝されている機関投資家も、(C)派に含まれる。

機関投資家の場合、(A)派も(B)派も自らのポジションを正当化するための証拠集めが必要となるが、(C)

派はそれを必要としない。また個人投資家の場合は、パフォーマンスに関する見解を誰とも合意することなくESGに投資できる。したがって、最近のESG投資の広がりを牽引して今後も増加が見込めるのは、(A)派ではなく、パフォーマンスとは関わりのない投資信念ないし選好としてESG投資を行う(C)派ではないだろうか。

(C)派にとっては便利なツールもある。それは、伝統的な時価加重型指数に対するアクティブシェアを抑制するように設計されたESG指数である。指数を用いてESG投資をしたいという(C)派の投資家は、これらの指数を利用することで、時価加重指数に投資するのと同等のリスク／リターンを享受しつつ、高ESG銘柄を保有することの「心地よさ」をも得られる。この心地よさの源泉はパフォーマンスではなく自らの保有するポートフォリオの炭素排出量が少なく、性別によらない人材登用をしているといったこと自体だが、それこそ、第3の選好として(C)派が求めているものだ。

資産運用業界には(C)派のニーズを捉えた商品戦略とマーケティング、レポートが求められる。特に、パフォーマンス以外の情報ニーズに応える環境を作ることが、ESG投資への資金フローを途絶えさせないために必要だろう。

ESG投資をめぐる建前と本音が混在しやすい。また、その辻褄を合わせようとする事態も生じやすい。地に足の付いた議論を期待する。

NOTE

- 1) ファンドの資金フローを収集したEPFRのデータの集計に基づく。
- 2) 実際、ESG運用戦略についてセクターおよび標準的なファクターのエクスポージャーや、投資家の関心(人気)の変化などを調整すれば、アルファはほとんど消滅するという調査がある。その調査によれば、ESG運用戦略のアルファの75%は標準的なクオリティ・ファクターで説明できるという。Giovanni, B., M. Esakia and F. Goltz, "Honey, I Shrank the ESG Alpha": Risk-Adjusting ESG Portfolio Returns' (Apr. 2021, Scientific-Beta)を参照。

Writer's Profile



浦壁 厚郎 Atsuo Urakabe

金融デジタルビジネスリサーチ部
上級研究員
専門は資産運用
focus@nri.co.jp