

ESG投資とパフォーマンス

(注)本資料は、報告者の個人的見解であり、報告者の現在もしくは過去に所属する機関の見解とはまったく関係がありません。

ESG Investment and Performance

ESG投資と パフォーマンス

SDGs・持続可能な社会に向けた
投資はどうあるべきか

湯山智教 編著
Tomoyuki YUYAMA

**環境 (Environment)、
社会 (Society)、
ガバナンス (Governance)**
に着目した投資手法のパフォーマンス(成果)を
どのように考えればよいのか？

ESG投資が長期的にSDGsに貢献していくための
論点と課題を整理し、内外の多くの実証分析もサーベイ。
コロナ禍に見舞われた金融市場とESG投資に関する分析結果も収録。

一般社団法人金融財政事情研究会

ESG投資とパフォーマンス —SDGs・持続可能な社会に向けた投資 はどうあるべきか 編著：湯山 智教

環境 (Environment)、社会
(Society)、ガバナンス
(Governance) に着目した投資手法のパ
フォーマンス (成果) をどのように考えれば
よいのか？

ESG投資が長期的にSDGsに貢献していくための論点と課題を整理し、内外の多くの実証分析もサーベイ。
コロナ禍に見舞われた金融市場とESG投資に関する分析結果も収録。
持続的な社会を目指すうえで金融面からどのようなアプローチが可能なのか、理解を深めるために最適の一冊。

金融 資本市場と 公共政策

進化するテクノロジー
とガバナンス

神作裕之・小野傑・湯山智教 [編著]

藤田勉・副島豊・岡田大・
芝章浩・柴崎健・菊地正俊・
水口純・有吉尚哉・幸田博人



決済手段の多様化、デジタル通貨や金融サービス仲介法制など、
これからのFinTechはどのように進展していくのか
AIをはじめとしたイノベーションの進展、コーポレートガバナンス改革を経て、
これからの金融資本市場が向かう先とは
金融庁・日銀の幹部職員、弁護士、研究者、金融実務家など
第一線で活躍する豪華ゲスト講師陣が多様なテーマに挑む、
東京大学大学院の人気講義を書籍化

一般社団法人金融財政事情研究会

- 神作裕之、小野傑、湯山智教編著『金融資本市場と公共政策』株式会社きんざい、2020年
- 第10章「ESG投資と受託者責任に関する議論」（湯山智教）



神作裕之・小野 傑・湯山智教 編著

柏木亮二・神田潤一・岡田 大
副島 豊・小林レミ・有吉尚哉
田村俊夫・藤田 勉・石井芳明 著

金融資本市場の フロンティア

東京大学で学ぶFinTech, 金融規制, 資本市場

仮想通貨(暗号資産)、金融規制、
コーポレートガバナンス、M&A、顧客本位の業務運営、
ベンチャーファイナンス、ESG投資…

金融資本市場では今何が起きているのか。
第一線で活躍する実務家から
ビジネスパーソン必須の知識を学ぶ。

中央経済社 ● 定価 本体3,200円十税

- 神作裕之、小野傑、湯山智教編著『金融資本市場のフロンティア』中央経済社、2019年
- 第11章「ESG投資の現状と課題:パフォーマンス評価を中心に」（湯山智教）

ESG 投資と SDGs の関係

社会的な課題解決が事業機会と投資機会を生む

投資機会増

GPIF

ESG 投資

運用会社

リターン

事業機会増

企業

2015年9月署名

ESGの推進

 **PRI** Principles for Responsible Investment

持続可能な社会

- 原則 1 私たちは投資分析と意思決定のプロセスに ESG の課題を組み込みます。
- 原則 2 私たちは活動的な所有者になり、所有方針と所有慣習に ESG 問題を組み入れます。
- 原則 3 私たちは、投資対象の主体に対して ESG の課題について適切な開示を求めます。(原則 4 ~ 6 は省略)

SUSTAINABLE DEVELOPMENT GOALS
世界を変えようための17の目標



共同
共通価値創造 (CSV)

(出所) 国連等より GPIF 作成

(出所) GPIFホームページより抜粋

CSR（企業の社会的責任）やSRI（社会的責任投資）との違いは？

■ ほぼ同一であるとの見方もあるが、近年はその相違も指摘。SRIは、より倫理的な側面が重視

- 軍需・たばこ・ギャンブル・人種差別などに関連する企業を投資先から除くなどのスクリーニングを通じて投資先を絞り社会的価値への貢献を企業に対して求めていく

■ CSRやSRIとESG投資を明確に区分した上で、新たにPorter and Kramer (2011)の掲げたCSV（共通価値創造：Creating Share Value）という概念と概ね同様のものと提唱

- CSVとは、その本業において、社会価値（社会貢献）と経済価値（利益）の創出を同時に達成。GPIFもこの考え方を採用。
- 伊藤（2018）は、CSV実施の具体例として、オリエンタルランド（顧客に幸せを届けている）やトヨタ自動車（プリウスで環境と経済価値の両立を実現）を指摘。

（参考）伊藤友則「ESG投資と企業価値：CSR to CSVの観点から」『証券アナリストジャーナル』56(1)：18-29、2018年、日本証券アナリスト協会

Porter, Michael E., and Mark R. Kramer. "The Big Idea: Creating Shared Value. How to reinvent capitalism—and unleash a wave of innovation and growth." Harvard Business Review 89.1-2 (2011). 5

ESGは収益性の要件がより強い！

■ 全企業が投資対象になり、長期的にみた場合のリターン改善の効果も期待できるもの

- 「財務情報としては直接的に現れ難い様々な情報が、時間の経過とともに売上や利益などの財務数値に転嫁する「企業の成長力の源泉」として考慮の対象」となるもの ※ESG研究会（2017）P.7より抜粋

■ GPIFのESG指数の公募要件にも、収益要件あり

- 「ESGの効果により、中長期的にリスク低減効果や超過収益の獲得が期待される指数であり、かつ過去のパフォーマンスやバックテストの結果が概ねそれを裏付けるものであること」
- 他方、GPIFはユニバーサルオーナー（ほぼ全株式に投資）であるため、**ダイベイストメント**（後述）の考え方は採用しない。

■ 環境省：ESG金融懇談会（2018）

- 「少なくとも投資期間における財務パフォーマンスを下げないのであれば、ESG要素を踏まえた中長期的な視点をもった資産運用は受託者責任に矛盾しないとの認識が共通化しつつある。」とされる。

ESG要素と企業価値（理論的背景）①

- ESG要素が企業価値に影響を与えるとしたらどのような理由が考えられるだろうか。
- 早い段階では、Friedman (1970) 等に代表
 - 経営者は株主価値の最大化が唯一の目的
 - 社会的活動は政府や自治地などが行えばよく、そもそも環境投資や社会的活動などのCSR活動は、追加的なコストを要することから企業価値にはマイナスに働き、利益を第一に追求する会社に太刀打ちできなくなり淘汰。
- わが国でも、1970年代に竹内昭夫東大名誉教授（商法学者）等による説も有力（←結局、社会的責任の一般規定化見送り）
 - 企業の社会的責任は、あまりに概念が曖昧であり、これを法定化することは、かえって経営者の無責任をもたらすものあり有害。
 - 結局、さまざまな利害関係者の利益を口実にして、経営者の無限の裁量を認めることになりかねない。（なお、社会的責任自体を否定するものではなく、むしろ歓迎しているが、それが悪用されることを懸念した説とれる。）

ESG要素と企業価値（理論的背景）②

■ その後、Freeman（2010）に代表的にみられるようなステークホルダーとの関係を重視したアプローチ

- ESG要素が企業価値にプラスの影響を与えうるとの考え方も多い。
- 企業にとって、負債提供者（銀行等）、従業員、地域社会、顧客などのステークホルダーの満足度がCSR活動等を通じて向上し、より効果的な契約関係の成立などを通じて、情報の非対称性も低下。
- 企業の更なる成長やリスク低減効果に資する（Fatemi et al.2013, Fatemi et al.2015等）

■ 契約論の立場からのアプローチ

- 長期的な投資家は株主価値を最大化するCSR契約の度合いを選択し、企業はこうした社会的な契約により適切なコーポレートガバナンスを確保するように監視。
- 結果的にはCSR活動は企業価値向上にもつながる（Grossman and Hart 1986, Sacconi 2006, Bénabou and Tirole 2010等）

ESG要素と企業価値（理論的背景）③

■ ESGのうちガバナンスの観点

- Jensen and Meckling（1976）等による「エージェンシー理論」に代表。
- エージェンシー・コストを最小化するためのインセンティブを有するようなガバナンスの仕組みを構築し、良いガバナンスを構築していくことが企業価値向上に繋がる。
- ただし伝統的な企業論に基づけば、EやSなどのCSR活動は、株主価値最大化には資さず、むしろ会社資源の浪費とされていた。

■ 総じていえば、企業のESG活動は、ステークホルダーとの関係を向上

- 企業の長期的な持続可能性（サステナビリティ）も向上
- 従業員等の内部のリソースの効率的な利用のシグナルへ
- 開示促進等により、投資家・企業間の情報の非対称性の低下
- 企業の反社会的活動が招きかねないコスト負担リスク減少

■ 結果的には、企業価値や株価、負債調達コスト等にも影響をあたえる可能性が考えられる。

ESG投資のリターンの源泉に対する考え方①

【ポジティブとなる結果に対する考え方】

- ① スクリーニングの過程でCSRに積極的に関与する企業が選別されるので、結果的に高いマネジメント能力をもつ会社のスクリーニングにつながり、高い投資パフォーマンスにつながる、
- ② ESGを考慮した企業への投資は、将来の収益向上をもたらし、長期的な企業価値を高めることにつながり、それが高い投資パフォーマンスにつながる、
- ③ ESGを考慮した企業は、環境や社会に対するリスクも低減し、ガバナンス向上の点からもリスクが低下するため、資本コスト（リスクプレミアム）が低下する。

これによって、一般的な株価理論価格算定に用いられる、将来キャッシュフローを割引率（資本コスト）で割り引いて企業価値を評価するDCF法で評価する際の割引率も低下することから、企業価値が向上し、もって投資リターンも向上する。

⇔ 資本コストの低下 = 投資家の要求利回り低下？

資本コストと企業価値

- 一般的に、企業価値を V 、来期キャッシュフローを C_1 、キャッシュフローの成長率を g 、資本コスト（割引率）を r として、一般的なDCF法の算出式を示すと、以下の通り。
- 上記②は成長率 g を高め、③は資本コスト（割引率） r を低下させ、いずれも分母の低下となるため、企業価値 V の向上につながる。

$$V = \frac{c_1}{(1+r)} + \frac{c_1(1+g)}{(1+r)^2} + \frac{c_1(1+g)^2}{(1+r)^3} + \frac{c_1(1+g)^3}{(1+r)^4} + \dots + \frac{c_1(1+g)^{N-1}}{(1+r)^N}$$
$$= \frac{c_1}{(r-g)}$$

- 一方で、低い資本コストは、調達コストが低いことを意味するとともに、投資家側からは、期待リターンが小さい？（高値掴み？）
- 逆のパターンも考えられる。ハイリスクは、むしろハイリターン？

Hong, Harrison, and Marcin Kacperczyk. "The price of sin: The effects of social norms on markets." *Journal of financial economics* 93.1 (2009): 15-36. ※トランプホテルの例があり。

ESG投資の投資手法

- グローバルベースで見ると**ネガティブ・スクリーニング**による方法が多く、日本では**議決権行使・エンゲージメント**による手法が多い。
- しかしながら、最近の傾向としては、グローバルでも日本でも2位につけている**ESGインテグレーション**による投資が大きくなってきている。
- 日本では、**2019年になり、ネガティブ・スクリーニングが急増**（定義の問題か）。

投資手法	グローバル (US \$Billion)		日本 (10億円)			
	2016年	2018年	2017年	2018年	2019年	2020年
ネガティブ・スクリーニング	15,063	19,770	14,309	17,328	132,232	135,263
ESGインテグレーション	10,363	17,543	42,966	121,511	177,544	204,958
エンゲージメント・ 議決権行使	8,386	9,834	88,037	140,754	218,614	187,170
規範に基づくスクリーニング	6,195	4,679	55,007	132,048	187,435	167,597
ポジティブ（Best in Class）・スクリーニング	818	1,841	22,908	31,604	25,560	28,308
サステナビリティ・テーマ型 投資	331	1,017	6,693	6,425	11,685	14,643
インパクト・コミュニティ投資	248	444	1,384	2,014	3,454	7,988
サステナブル投資残高 (全体投資に占める割合)	22,890	30,683	136.6兆円 (35.0%)	231.9兆円 (41.7%)	336.0兆円 (55.9%)	310.0兆円 (51.6%)

出所：グローバルについてはGSIA「Global Sustainable Investment Review 2018」、日本については日本サステナブル投資フォーラム「日本サステナブル投資残高調査2018」「サステナブル投資残高調査2019」「サステナブル投資残高アンケート2020」より作成。

注：重複もあるため、合計は一致しない。

(参考) ネガティブ・スクリーニング？それとも、 ポジティブ・スクリーニング？

- 日本では、2019年になり、ネガティブ・スクリーニングが急増。この理由はネガティブ・スクリーニングの定義の理解にやや混乱がみられるためではないかと指摘。
 - ネガティブ・スクリーニングとの回答した回答者は、ESGのさまざまな項目によるスクリーニングで相対的に望ましくない銘柄を除外しているという意味で回答したと推測
 - この方法は、本来のネガティブ・スクリーニングの定義（何に投資するかを決めるスタートの段階となる投資ユニバースの決定で除外）には当てはまらず、ポジティブ・スクリーニングあるいはESGインテグレーションに分類される投資と考えられる。
 - 2020年調査ではネガティブ・スクリーニングについて、以下のとおり記載。
「ネガティブ・スクリーニング倫理的・社会的・環境的な価値観に基づいて、特定の業種・企業を投資対象としない。

※ESG 評価（レーティング）を適用し、評価が低い企業を投資対象外とするスクリーニングの場合は、ポジティブ・スクリーニングに分類するようお願いいたします。通常、ネガティブ・スクリーニングは投資ユニバースから除外する方法であり、投資の調査や意思決定の過程で企業の ESG を評価して組み入れる組み入れないを判断するのは、ポジティブ・スクリーニングです。（ポジティブ・スクリーニングで組入銘柄を決定すれば、自動的に組み入れない銘柄も決まります。）」

（参考）日本サステナブル投資フォーラム「サステナブル投資残高調査2019」「サステナブル投資残高アンケート2020」を参照

ESG投資のリターンの源泉に対する考え方②

【ネガティブまたは無相関であるとする結果に対する考え方】

- ① スクリーニングの過程で投資対象に制約が加えられる（いわゆるダイベストメント）ために現代ポートフォリオ理論の観点から十分に分散投資ができない、
 - 米カルパースでも、ダイベストメントに反対して幹部交代
 - GPIFも、ESG投資に当たってはダイベストメントの考え方はとらないと環境指数選定に際する評価ポイントに明記。

「石炭採掘企業や電力会社などの環境負荷の大きい企業について、形式的に銘柄除外を行う指数（ダイベストメント）は、「ユニバーサルオーナー」を志向するGPIFの方針と合致せず、ポジティブスクリーニングによる指数、業種内での相対評価を行う指数が望ましい。」

（参考）GPIFプレスリリース「グローバル環境株式指数を選定しました」（2018年9月25日）より抜粋

「負の外部性が大きいESG課題については、課題を抱える企業に改善を促す取組みが重要。ダイベストメントはむしろ「責任ある投資家」から、ESG課題に「無関心な投資家」に株主の権利を移転することになりかねない。」

（参考）GPIF「ESG活動報告2018」

- ② 加えてスクリーニングの際の銘柄選択等のためのコスト負担も低いパフォーマンスにつながる、

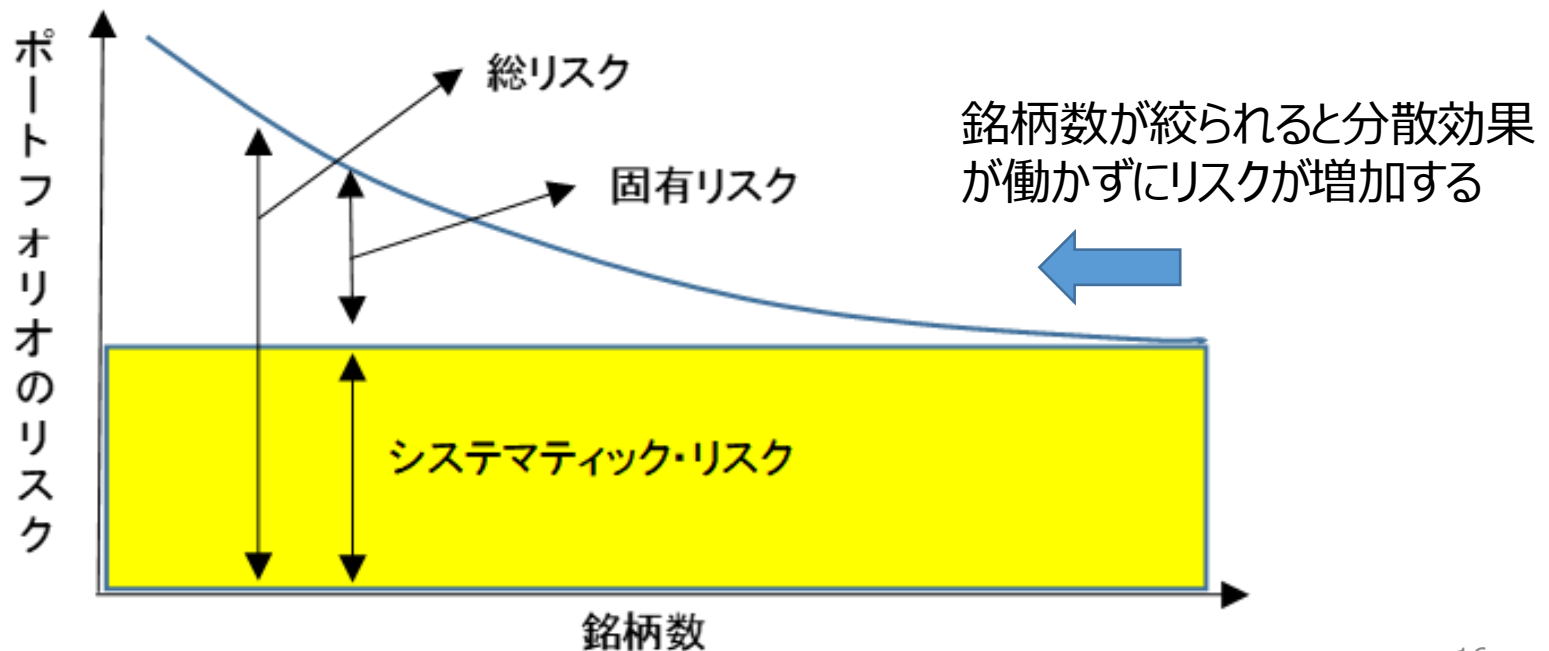
ポジティブな投資効果と現代ポートフォリオ理論

- ESG投資によりポジティブな投資効果が得られるということは、現代ポートフォリオ理論における基本的な考え方である、**市場が十分に効率的である場合には、マーケット（市場平均）に対して超過収益を継続的に得ることはできない**、つまり**継続的に α （超過収益）を得ることはできない**という考え方には反する。
- 他方、逆に言えば、多くの投資運用機関やファンドマネージャーが超過収益を得ることを目的として日々の資産運用を行っているのは、**市場が必ずしも常に効率的ではないと信じている**ことに他ならない。
- ESG投資の参加者が増え、その参加者がESG投資に伴う超過リターンを競いあえばあうほど、市場は効率化することから、超過収益を得ることは困難になる可能性。

現代ポートフォリオ理論と 分散効果によるリスク低減効果の考え方

- スクリーニングによってマーケットポートフォリオ全体よりも銘柄数が絞られることから、固有リスク（非システムティック・リスク）が十分には低減しない。
- ちなみに、この分散効果に基づく現代ポートフォリオ理論に関する功績等により、ハリー・マーコヴィッツは1990年にノーベル経済学賞を受賞。

分散効果によるリスク低減効果の考え方



効率的市場仮説とアノマリー、行動経済学

■ 効率的市場仮説 (EMH)

Fama, Eugene F. "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work." *The Journal of Finance* 25.2 (1970): 383-417.

➤ ユージン・ファーマ氏 (シカゴ大学教授) は2013年にノーベル経済学賞。

① **ウィークフォーム** … 多くの専門家が肯定

➤ 過去データからの将来予測は不可能。いわゆるランダムウォーク。

② **セミストロングフォーム** … 専門家でも議論が分かれる

➤ すべての公開情報は織り込まれている。新たな情報からは超過収益を生むことはできない (瞬時に反映)。ファンダメンタル分析を否定。

③ **ストロングフォーム** … 多くの専門家でも否定

➤ 非公開な情報も含めて全てが現在価格に反映。

■ アノマリーの存在と行動経済学による反論

➤ よく知られたアノマリーには**小型株効果**、低PER効果、バリュー株効果、1月効果等々。バフェット氏の投資哲学。

➤ EMHに批判的で行動経済学を主張するロバート・シラー氏 (米イェール大学教授) が、2013年にノーベル経済学賞を同時受賞したことは興味深い。

(参考) 国連PRIが現代ポートフォリオ理論の限界を示す研究テーマ募集

- 2017年11月に、PRI（国連責任投資原則）が、ESG投資促進のため現代ポートフォリオ理論の限界示す研究テーマを募集し、1万ポンドの賞金を提示。

(参考) PRI press release “PRI announces plans to reimagine, look beyond modern portfolio theory,” 14 November 2017.

- ESG投資などの責任投資（Responsible Investment）が、超過収益を生むということは、当然のことながら従来の現代ポートフォリオ理論とは相いれない。
- PRIは、「現代ポートフォリオ理論は1950年代に出来たものでありもう古く、現実の世界と投資家との間のギャップを埋めるために、現代ポートフォリオ理論の限界について実証的にも理論的にも示すことにより、新たな投資理論を打ち立てて、責任投資につなげたい」と考えているとのこと。

適応的市場仮説に基づく考え方 (AMH: Adoptive Market Hypothesis)

■ サステナブル・ファイナンスの重要性を唱えるものが依る理論の一つ。

- ESG要素が長期的な価値創造には不可欠の要素であり、いまやサステナビリティ要素もアノマリー (Schoenmaker et al. 2019)。

(参考) Schoenmaker, Dirk, and Willem Schramade. "Principles of Sustainable Finance." Oxford University Press, 2019.

■ 適応的市場仮説 (Lo 2004, Lo 2019) とは

(参考) Lo, Andrew W. "Adaptive Markets: Financial Evolution at the Speed of Thought." Princeton University Press, 2017 (日本語版: 望月衛・千葉敏生訳『Adaptive Markets 適応的市場仮説: 危機の時代の金融常識』東洋経済新報社、2020年)

- 市場の効率性の度合いは、市場における競争者数、利益機会の大きさ、市場参加者の適応能力、リスク選好の多様さなどの環境要因にも大きく関連しているため、効率的市場仮説が仮定しているような市場の効率性はない。
- 適応的市場仮説のもとでは、環境や社会などのESGにかかる新しいリスクは、市場参加者によって十分に検証されて価格に織り込まれていない。

「ベータの向上」という考え方

- 本来、投資理論におけるベータ（ β ）とはCAPMでいうマーケットポートフォリオ（例えばTOPIX）が1%変化したときに、個別株式のリターンが何%変化するかを表す係数
 - 個別株式の相対的なリスクを表すもの $R = \alpha + \beta * \text{MarketPort} + \sigma$
 - これまでは、 α を得ることにより市場平均を上回るリターンを得ようとする投資に対する考え方であった。
- ここでいう、「ベータの向上」とは、上記の意味でのベータではなく、**市場全体（あるいは市場平均）のリターンの底上げ**を意味し、TOPIXというマーケットポートフォリオ自体のリターンを向上させること
 - 「ベータの向上」とは、最近の造語とのこと（加藤2018）
 - **市場全体に対するESGに対するエンゲージメント（対話、働きかけ）を通じて、TOPIX自体のリターンの向上を目指す。**
 - GPIFなど年金基金のように、「ユニバーサル・オーナー」と呼ばれ、市場全体に幅広く分散して運用する長期投資家も、この「ベータの向上」を目的として、ESGに対するエンゲージメントを行っていると考えられる。

期待リターンがマイナスの金融商品に投資することは許容されるか？

- 現代ポートフォリオ理論は、高リスク・高リターンの商品を組み込むことを許容しただけか？つまり、期待リターンがマイナスでも組み入れることが許容されるか？
- ESG投資は、様々な費用がかかるため、単独では、期待リターンがマイナスと予想される商品も考えられる。通常ならば、受託者責任の観点から、投資が許容されない可能性も（場合によっては背任となる可能性も）。
- この場合にも、現代ポートフォリオ理論の分散投資の観点からは、ポートフォリオに組み込むことは許容されるか？
⇒ つまり、この場合でも、理論的にリスク・リターンが改善することはあるのか？



- 投資商品の、他商品との相関次第。つまり相関がマイナス（＝共分散マイナス）で、共変動マイナスならばありえる。
- 例えば、他商品が低下した時に、上昇する、もしくは危機時に価格下落リスクに強い商品などは、組み込むことによりリスク・リターンを低下に資することがある。
(Lins et al. 2017)

(質問 1)

結局、ESG投資は長期的にはリターンを伴う と考えますか？

1. やはり効率的市場仮説は、成立すると考えれば、ほかの投資と変わらない可能性が高い。
2. ESG要素は、アノマリーファクターと考えられる。長期的には、超過リターンを生み出すだろう。
3. 個別に超過リターンを生み出すかはわからないが、「ベータの向上」は考えられる。個社としては、皆が買うので、需給面からモメンタム投資の一環として考えざるを得ない。
4. なんともいえない。

ESG投資と受託者責任 (フィデューシャリー・デューティー)

ESG投資とフィデューシャリー・デューティー (受託者責任) に関する議論

- ESG投資の文脈では、年金などの資産運用を受託する機関投資家の義務のことをいうことが多い。
- ただし、意味としては2通りが考えれ、微妙に方向性が異なるように思われる。
 - ESG投資は、環境や社会への取り組みを評価するため、経済的利益を犠牲にしてしまう可能性。
 - ✓この場合、ESG投資で損失を出した場合には受託者責任に反するのではないか?という論点 (ESG投資と受託者責任のジレンマ)
 - ・・・米国で主流 (特にトランプ政権後)、日本の機関投資家も
 - 長期的にサステナブルな社会実現のためには、投資家もESG要素を考慮する必要がある。
 - ✓この場合、むしろESG要素を考慮しないで投資することは、受託者責任に反しないか?という論点 ・・・欧州で主流、日本でも一部機関投資家
- 個人に対するESGやSDGs関連の金融商品販売では、「顧客本位の業務運営」の観点も重要な視点
 - ・・・特に日本。回転売買や系列金融機関商品販売などの手数料問題も。

米国におけるフィデュシャリー・デューティ (受託者責任) とESG投資の議論

- 米国労働省は、**ERISA法（従業員退職所得保障法）** 解釈において、以下の立場で 1994年以来、基本的に一貫している。
 - **「付随的な社会政策的な目標を促進するために投資リターンを犠牲にしたり、投資リスクを負担したりする投資手法をとることは許されない」**
- 実務も慎重な扱い（←2008年の以下解釈通知の影響）
 - 「**経済的利益以外の要素に基づいて投資決定を行い、紛争が生じたときは、その経済分析によって他投資対象と同等の価値を有していたとの証書を提出しない限り、受託者責任を遵守を証明できないだろう**」（概要）
- もっとも、2015年10月に**労働省がERISA法解釈通達を改訂**
 - ESG要素を含む専ら経済的考慮に基づいて思慮深く検討した結果なら、当該投資が促進しうる付随的な利益を考慮することなく当該投資が可能と通知。

(参考) U.S. Department of Labor (2015) “Interpretive Bulletin Relating to the Fiduciary Standard Under ERISA in Considering Economically Targeted Investments” October 26, 2015

(参考) 神作裕之編「フィデュシャリー・デューティと利益相反」岩波書店、2019年、第7章

米国におけるフィデュシャリー・デューティ (受託者責任) とESG投資の議論②

■ さらに2016年にも同解釈通知を発出

(参考) U.S. Department of Labor, Interpretive Bulletin 2016-01, dated Dec 29, 2016を参照

- 社会政策的目標の促進のために、投資収益を犠牲にすることは許されないとの立場を改めて示しつつ、
- ESG要素は年金運用上の経済的価値と直接に関係を持ち得るとして、ERISA法は運用の際にESG要素を考慮することを禁止してはいないと明確化。

→ フィデュシャリー・デューティー上も障害がなくなった、と思ったら・・・。

■ トランプ政権後の2018年に、米労働省はこの見解を一部修正。

(参考) U.S. Department of Labor, Field Assistance Bulletin 2018-01, dated April 23, 2018を参照。

- 上記2通達は、ESGを考慮する必要があるとまでは述べていないと注意喚起。**過度にESG要素を重視してはならず、経済的リターンを犠牲にすることには慎重。**
 - ✓ “must avoid too readily treating ESG issues as being economically relevant to any particular investment choice”

米国におけるフィデューシャリー・デューティ (受託者責任) とESG投資の議論③

- さらに、2020年にもトランプ政権時にあらためて労働省が通達「Fiduciary Duties Regarding Proxy Voting and Shareholder Rights」(2020年6月提案、11月13日に発表、12月16日に一部訂正、2021年1月12日に有効化)。
(<https://www.federalregister.gov/documents/2020/11/13/2020-24515/financial-factors-in-selecting-plan-investments>)
- 年金受託者は金銭的要因のみを考慮すべきことを明示すべきとし、非金銭的目的のために投資リターンを犠牲にすることを禁止
- これがバイデン政権になってどうなるか？
- 2021年3月10日に米労働省が、上記通達について、適用せずに執行停止を表明。
“the Department will **not enforce either final rule or otherwise pursue enforcement actions** against any plan fiduciary based on a failure to comply with those final rules with respect to an investment”
- 新たなガイダンスが発行されるまでの期間

米国信託法におけるプルードント・インベスター・ルール (思慮ある投資家の準則)

- 信託法第3次リステイトメントの策定過程で公表（1992年）
 - 現代ポートフォリオ理論の効率的市場仮説が支持されることに立脚。
- 受託者は以下の5つの義務を負うというもの
 - ① 投資を分散する義務
 - セミストロング型効率的市場仮説を前提、結果責任ではなく行為規範、ポートフォリオに着目すること、
 - ② 信託目的、分配の要件等に配慮してリスクとリターンを決定する義務
 - ③ 報酬・費用が合理的なものとなるようにする義務
 - ④ 公平性の観点から、収益と元本保持を2つを均衡させる義務
 - ⑤ プルードント・インベスターであれば委任すべき時には委任する義務
- 任意規定ではあるが、強行法規的な性格も有するとされる。
 - 委託者の明確な指示がない限りは、分散投資義務等は免除されないとの判決がしばしばみられる。
 - ESG投資はプルードント・インベスター・ルールに合致するか？ という論点

ESG投資はプルーデント・インベスター・ルールに合致するか

- 受託者責任の議論からは、ESG投資を行う場合、現代ポートフォリオ理論や効率的市場仮説を背景としたプルーデント・インベスター・ルールに合致するかという論点。
 - 少なくとも、リスク分散効果とは関係ない理由で、たばこや石炭関連などを投資対象から除外する、いわゆる「ダイベストメント」は受託者責任に反するとみられる可能性も。
- ESG投資に、リスク分散効果が生じるという前提があるならば、ESG投資も分散投資義務に合致しており、受託者責任には反しないと考えられるか。
 - 例えば、コストのかかる環境投資に積極的な企業への投資も、リスク分散効果が働くのならば、ユニバースを拡大する方が良いという見方も成立しうる。
 - 他商品が低下した時に、上昇する、もしくは危機時に価格下落リスクに強い商品などは、組み込むことによりリスク・リターン改善に資することがある。
 - 実際、ESG投資は、金融危機時の耐久性に優れるとの研究（Lins et al. 2017等）もあることから、この点で許容される可能性も

(参考) Reconciling Fiduciary Duty and Social Conscience: The Law and Economics of ESG Investing by a Trustee (Stanford Law Review, 2020 forthcoming)

Schanzenbachノースウエスタン大学教授、Sitkoffハーバード大学教授による論文

- 近年、年金などの受託者はESG要素を投資決定に組み込むべきとのプレッシャーに直面している。ただし、trust fiduciary lawの「**sole interest rule**」の下では、**受託者は委託者の利益のみを考えなければならない。**
- したがって、ESG要素の利用が、受託者の倫理的理由または第三者の「**付随的利益 (collateral benefits)**」のためならば、それは受託者責任に反する。
- 他方で、ESG投資は優れた「**リスク調整後リターン**」をもたらすので、賢明な受託者責任 (fiduciary duty of prudence) として要求されるとの議論もある。
- このため、法と経済学の観点から、ESG投資を「**付随的利益**」のものと、「**リスクリターン**」のものにわけて分析する。
- **ESG投資は、①リスク調整後リターンを改善させるもの、②ESG投資の目的が、この直接的利益獲得にあること、の2条件でのみ許容される。**
- 「**付随的利益**」は認められず、「sole interest rule」適用が規範的に健全。

欧州におけるフィデュシャリー・デューティーと ESG投資の考え方

- 欧州におけるフィデュシャリー・デューティー（FD）とESG投資の関係の位置づけは、米国とは微妙に異なっているように思われる。
 - ESG要素の考慮すること自体がFDである、ESG要素を考慮しない投資自体がFD違反となりうる、とするもの。
 - もっとも、「長期的なサステナビリティの考慮は、経済的観点からであって、投資家に低いリターンを必ずしももたらさない」とも指摘（以下計画の冒頭に記載）
 - サステナビリティ考慮は倫理的（ethics）な位置づけではないが、混同も。
- 欧州委員会「サステナブルファイナンス行動計画」（2018年3月）
 - 行動⑦：機関投資家と資産管理会社の義務の明確化
 - ✓ 同計画は、2006年設置のHigh-Level Expert Group on Sustainable Finance（HLEG）の最終報告（2018年1月）を受けたもの。
- 金融界との調整が難航したが、2018年5月に欧州委員会が法整備を提案。最終的に規則化されて、法制化される見込み。

欧州委員会における「サステナブルファイナンス行動計画」 (2018年3月)

(参考) European Commission, “Action Plan : Financing Sustainable Growth”, March 2018

■ ESG要素とフィデュシャリー・デューティーとの関係では、行動⑦に記載。

■ 行動⑦：機関投資家と資産管理会社の義務の明確化

1. サステナビリティに関する考慮を投資決定プロセスに統合すること（←筆者注：いわゆるESGインテグレーション）、および、
2. 投資決定プロセス、特にサステナビリティ・リスクに関する投資について、どのようにサステナビリティ要素を組み込むか最終投資家に対する透明性を高めること（ディスクロージャー）、を義務付け。

✓ いくつかのEU法制は、最終投資家のための最善の利益（Best interest）を要求、すなわちフィデュシャリー・デューティーを要求。しかし、現ルールはサステナビリティ考慮を義務付けていないとの指摘を受けたもの。

■ 「長期的なサステナビリティの考慮は、経済的観点からであって、投資家に低いリターンを必ずしももたらさない」とも指摘（同計画冒頭に記載）。

「21世紀の受託者責任（Fiduciary Duty）」概要

（最終版、UNEP-FI・PRI、2019年）

- 投資家の受託者責任（以下、FD）は、投資家に対して以下を要求。
 - ESG要素を、投資期間に応じ、投資分析と意思決定プロセスに組み入れる
 - 投資先に高いESGパフォーマンスを促す
 - 受益者と貯蓄者のサステナビリティに関する選好を理解し、組み入れる
- この主な理由は以下の3点
 - ESG要素の組み入れは、投資規範であること
 - ESG要素の組み入れは、財務的にも重要であること
 - ✓ 学術的実証研究は、ESG要素の組み入れが、投資価値の源泉を示す。
 - ✓ ESG分析の無視は、リスクの誤った評価や不適切な資産配分の決定を招き、FDの失敗となる可能性
 - ✓ 気候変動のようなシステミックな問題は、特定セクターへの投資合理性に重要な影響、経済に悪影響をもたらす可能性。結果的に、ESG考慮は、賢明な投資プロセスの重要な一部分となる。
 - 政策・規制フレームワークも、ESG組み入れを求める方向に変わってきている。
 - ✓ なお、このレポートが出された背景は、2015年版同レポートでは、「ESG要素を投資プロセスに組み入れる投資家にとって、果たして受託者責任は真の障害であるのか、という議論に結論を出すこと」が目的とされたものの、いまだ議論は残り、ESG組み入れの障害となっているからであるとされる。

委託者・受益者（Beneficiary）が、ESG投資を望んでいた場合、受託者責任をどう考えるか？①

- マーストリヒト大学のBauer氏らは、オランダ年金の加入者に対するアンケート結果をまとめた。

(参考) Bauer, Rob and Ruof, Tobias and Smeets, Paul, Get Real! Individuals Prefer More Sustainable Investments (February 21, 2019). Available at SSRN:

- 結果、計3256の回答を得て、**66.7%がよりサステナブルな運用を望む**と回答。10.3%だけが反対、残り（2割強）が意見なし
- さらに、**42.3%の参加者は、サステナブル投資に伴う低リターン受け入れる**とした（他方、39%は受け入れず）
- オランダは、社会的選好（Social Preference）が高い国との反論も考えられるが、世界的にみてもそれほどかわらないレベルだという（Falk et al.2018の結果を引用）。

(参考) Falk, Armin, et al. "Global evidence on economic preferences." The Quarterly Journal of Economics 133.4 (2018): 1645-1692.

委託者・受益者（Beneficiary）が、ESG投資を望んでいた場合、受託者責任をどう考えるか？②

- サステナブル金融に関するハイレベル専門家グループ（HLEGG）の最終報告でも引用。
 - Natixis Global Asset Management が2017年に行ったサーベイによれば、個人投資家の70%が社会・環境要素を目的とすることが重要であると指摘（P.27）
 - 欧州のESG情報会社のVIGEO-EIRISの2017年調査によれば、フランスの個人投資家の72%が、彼らの貯蓄ファンドにサステナビリティ要素を組み込むことが必須であると回答。ただし、66%はSRI（Socially Responsible Investment）という言葉聞いたこともないとしている。
- Schroders社のGlobal Investor Study 2018
 - 全世界30か国22000人を対象としたオンラインサーベイ。これによれば、75%がサステナブル投資がより重要であると回答。
 - さらにサステナブル投資は通常の通しほど収益性がよくないという神話（myth）が正しいと考えているのは25%程度。

(参考) 年金資金によるESG投資に対する一般国民の意識に関する調査研究

(参考) 公益財団法人年金シニアプラン総合研究機構「年金資金によるESG投資に対する一般国民の意識に関する調査研究」平成29年度研究報告、平成30(2018)年5月

- わが国では一般国民のESG投資に関する意識はどうか？
(2017年3月実施、インターネット方式、総回答者数3361)
- **認知度は、ESG投資は5%、SRIは9%、CSRは16%、コーポレート・ガバナンス(CG)は20%。** ちなみに、スチュワードシップコード(SC)4%、CGコード8%。
 - 「言葉だけは聞いたことはあった」も加えると、ESG投資は14%、SRIは22%、CSRは34%、CGは42%。SCは12%、CGコードは24%。
- **ESG投資に関する意向**を聞いたところ (注：質問方法は工夫している)
 - 公的年金：**積極的(してほしい、どちらかといえばしてほしい)が32%、消極的24%、わからないが44%**
 - 企業年金：**積極33%、消極21%、わからない48%**
- **年金運用は年金支払いだけを考えるべきで、環境・社会など関係ないことには慎重であるべき。** 公的年金では**肯定28%、否定28%**、企業年金では**肯定37%、否定18%**
- ESG投資に関する今後の方向性について
 - **前向きが28%、後ろ向きが24%、わからないが48%。**

日本における機関投資家の受託者責任

- 法令上、投資家や受益者に対する「**善管注意義務**」を負う
(金融法品取引法42条2項、信託法29条2項、信託業法28条2項、民法644条等)

■ **善管注意義務**とは

- ✓ 通常要求される程度の注意を尽くすことを意味。
- ✓ 結果的に損失が生じたとしても、常に運用者が損害賠償責任を負うわけではない。
- ✓ 投資運用で明らかに合理性を欠いた場合には、裁量権の逸脱として善管注意義務違反が認められる判例も散見。

➤ **ESG投資により、通常投資よりも、損失が発生した場合はどうなるのか？ 例えば、年金資金が不足したらどうなるか？**

- ESG投資に関連した利益相反が発生する場合には、「**忠実義務**」も論点となりうる。

GPIFにおける受託者責任の考え方

- 法的には、役員**の忠実義務、プルードマン・ルール**（「**慎重な専門家の注意**」）を規定（参考）年金積立金管理運用独立行政法人法（GPIF法）
- PRIには2015年に署名（我が国におけるESG投資普及のきっかけへ）
- 水野CIO（当時）は、**経済的リターンのみならず、ESG要素の考慮自体が受託者責任であると指摘。**（2019年5月15日Bloombergインタビュー記事より抜粋）

「ESGとフィデューシャリー・デューティーの関係は顧客の投資ホライズンによっても変わってきますが、**ESGファクターを全く織り込まないとすれば、それは特に長期投資を見据える顧客に対するフィデューシャリー・デューティーに反する行為**」

「**超過リターンを生むことだけが、フィデューシャリー・デューティーを充足する唯一の方法なのか**という点です。ESGインテグレーションというのは、**市場に勝つことではなく、資本市場をより持続可能にすること**」

- GPIFのESG投資ウェブサイトには以下の通り記載。

「**資本市場は長期で見ると環境問題や社会問題の影響から逃れられないので、こうした問題が資本市場に与える負の影響を減らすことが、投資リターンを持続的に追求するうえでは不可欠といえます。ESGの要素に配慮した投資は長期的にリスク調整後のリターンを改善する効果があると期待できる**」

ESG投資と受託者責任を巡る議論を概観①

■ ESG投資と受託者責任をめぐる考え方には大きく3つ。

- ① 通常投資で想定される以上の損失を出した場合には受託者責任に反するのではないか、という論点に基づく伝統的な意味。
 - いわば、「①市場平均リターン達成義務としての受託者責任」
 - ② 長期的にサステナブルな社会実現のためには、ESG要素を考慮しないで投資すること自体が、受託者責任に反するのではないか、という論点に基づく受託者責任の考え方。最近の方向性。
 - いわば「②ESG配慮義務としての受託者責任」の考え方
 - もっとも、経済的リターンが得られるのは前提としているようにも思われ、その意味では①の要素も一定程度残るか。
 - ③ 主に個人投資家の利益を考えた形で行われているか、という論点。
 - いわば「③顧客本位としての受託者責任」の考え方
- 我が国における議論は、最近のスチュワードシップ・コード改訂やGPIFの考え方をみても、①の受託者責任があることを前提としつつも、②の受託者責任も受け入れるべきという方向性か。

ESG投資と受託者責任を巡る議論を概観②

- ①と②のいずれにおいても、受益者（年金基金ならば年金受給者）自身が、むしろESG要素を考慮した投資を求めていたらどうなのか、は興味深い論点。
- 総括すれば、ESG投資と受託者責任の関係を考える場合、最近の方向性としては、受益者の意向も背景に、サステナビリティへの配慮と経済的リターンの確保と両立する投資となっていることが重要
- どちらかが欠けることも受託者責任の観点からの疑義が呈される可能性もあり、受託者責任を有する運用者はより難しいミッションを課されたといえる。
- 実質的な観点からは、ESG投資が、サステナビリティの観点からも有効に作用しているか、そして、市場平均並みの経済的リターンを伴うものとなっているのか、が重要。
 - 欧州のタクソミの議論やインパクト投資としてしばしば議論され課題
 - ESG投資パフォーマンスの既存研究を見る限りは、少なくとも経済的リターンを犠牲にしていない、つまり統計的に有意にマイナスとなる証拠も得られていない。

(質問)

ESG投資と受託者責任についてどう考えますか？

- 将来受け取る年金が通常だと20万円だとします。あなたの年金運用を受託している年金基金がESG投資を行うことについてどう思いますか？
 1. 年金基金は、あくまで受給者への給付が最大になるように運用を行うべきで、ESG投資に利益に結びつかないリスクがある以上は行うべきではない。
 2. ESG投資によって通常と同程度のパフォーマンスが得られる（年金受取額はそのまま）可能性が高いのならば構わない。
 3. 仮に、年金受け取りが1万円程度（5%）減ったとしても、ESG投資を行い、サステナビリティに貢献する投資を行うべき。
 4. 仮に、年金受け取りが4万円程度（20%）減ったとしても、ESG投資を行い、サステナビリティに貢献する投資を行うべき。

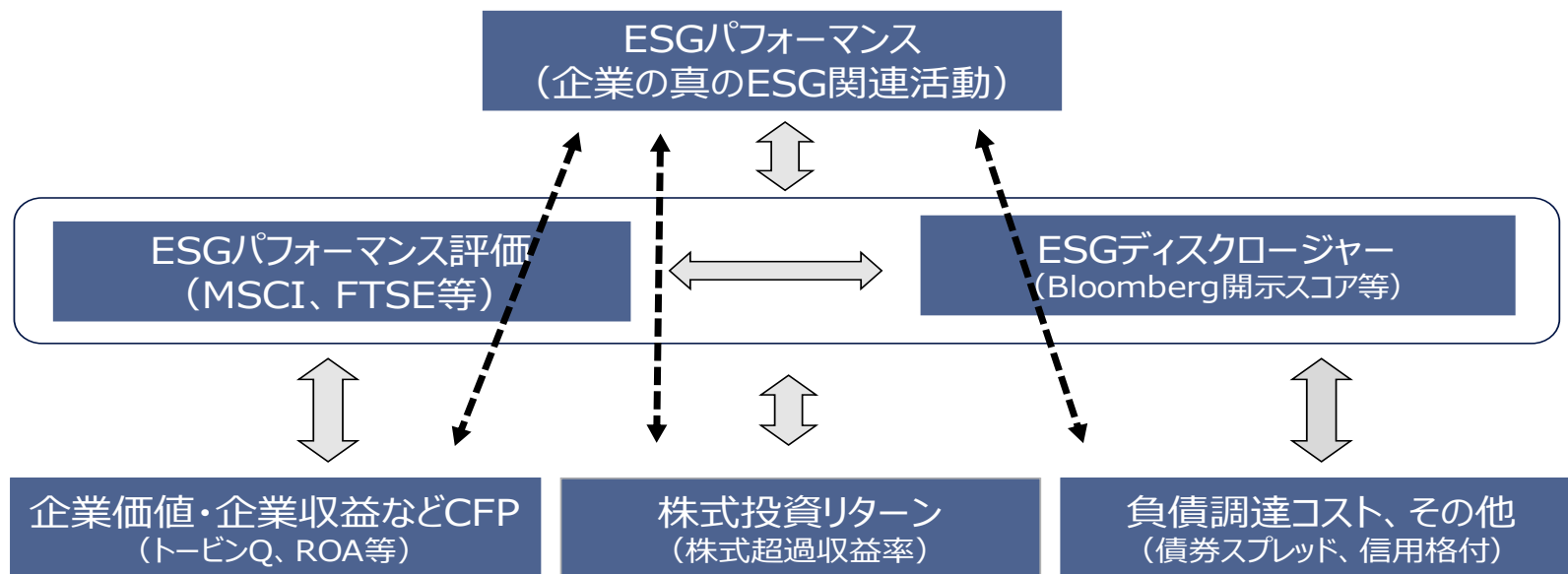
ESG投資のパフォーマンス評価 に関する課題

ESG投資パフォーマンスとは何を意味するのか

- 投資パフォーマンス評価にあたっては、以下の各要素を明確にしながら行う必要。
- 我が国では、企業の資金調達の多くを金融機関借入でまかなっており、貸出金利等への影響をさらに検証することが学術的にも実務的にも更に必要か。

(例) 資本コストの低下 (企業価値向上) ⇔ 期待超過リターンの低下

ESG投資パフォーマンスを巡る各要素の関係



既存学術研究のサーベイ（総括）

- かなり多くの先行研究が見られるが、総じていえば、ESG（又はSRI）投資のパフォーマンスは、株式投資リターンについては、**ポジティブとネガティブ（もしくは無相関）の2つの相反する結果**
→ 見方に**統一的な見解を見いだせていない**ように思われる。
- その理由としては、以下が考えられる。
 - 対象地域・期間の違い、
 - 使用しているESGスコアの差、
 - パフォーマンスの定義、
 - 分析手法の違い、ファンドベースか銘柄ベースか、
 - 内生性の問題の考慮の有無など統計技術的な要因、
- 良好なパフォーマンスを指摘する研究成果についても、なぜパフォーマンスが良いのか、その**パフォーマンスの要因追求までは示せていない**例が多い。

ESG投資パフォーマンスを巡る主な既存研究（概要まとめ） （主な結論と主な研究例）

主な結論	主な研究例
① ESG投資とその様々な投資パフォーマンスの関係に関する既存研究のサーベイであり、その <u>結果は区々</u>	Friede et al. (2015) Renneboog et al. (2008)
② ESGに積極的に取り組む企業は、ガバナンスや環境などの面でのリスクにも強いのではないかという観点から、 <u>金融危機時におけるリスク耐性に強いと指摘</u> するもの	Lins et al(2017) 呂・中嶋(2016)
③ ESG銘柄は <u>資本コストが低く</u> 、結果的に <u>企業価値も高い</u> と指摘するもの	Cantino et al.(2017) 、加藤編(2018) El Ghouli et al.(2011)
④ CSRへの取り組みが高い企業は、 <u>銀行借り入れコストが低い</u> こと	Goss and Roberts, 2011
⑤ ESG銘柄は総じて <u>信用格付けが高い</u> 、すなわち <u>資金調達コストが低い</u> こと	Attig et al.(2013)、PRI(2017)、湯山・伊藤・森平(2019)
⑥ ESG銘柄の <u>債券コスト(スプレッド)</u> については、 <u>区々</u> で統一的な見解はみられない	Amiraslani et al.2018,
⑦ <u>ESG情報開示</u> との企業価値の関係についても <u>区々</u>	Fatemi et. al, (2018)、湯山・白須・森平(2019a)
⑧ MSCIスコアの <u>モメンタム戦略（ESGスコア改善による投資効果を目的）</u> が有効	PRI(2018) : MSCI ESG Research

パフォーマンスの要因追求、因果関係の特定の難しさ

- 投資効果がポジティブとする研究においても、その理由は理論的にも実証的にも謎（パズル）であり、更なる研究の余地が多いとの指摘（Renneboog et al., 2008b）があるとおり、パフォーマンスの要因追求もまた非常に難しい。
- 計測期間や時期、地域、手法の差によって、結果が区々である可能性が高い。
- ESG要因に関する因果関係を特定する統計分析技術的な問題もある。
 - 特に、他の要素（時価総額等）の影響の控除（ESG要素のみの抽出の統計手法的な難しさ）、因果関係の抽出（特に内生性の問題への対処）の困難さへの対処。
 - みせかけの因果関係が生じている可能性。
 - ✓ ESG取り組みが優れているから、株式パフォーマンスが良いのか、業績が好調で株式パフォーマンスが良いからESGへの取り組みが優れているのか、の識別が困難。
 - ✓ ESGスコアは、時価総額が大きい銘柄が高い傾向にあるが、このため、仮に株式投資リターンが高い場合にはそれはESGスコアが高いからではなく、時価総額が大きい銘柄が多く買われたためである可能性

ESG評価にかかる課題

- GPIF（2017）が指摘するように、各評価会社が提供するESGスコアの間に関連性がバラバラなことも問題となりうる。分布の偏りもみられる。

- Chatterji et al.（2016）

- ✓ KLD（現MSCI）、Asset4（現トムソンロイター）などを含む、ESG格付会社6社の格付を比較し、どの程度、類似しているかを検証。その結果、ESG評価機関によるESGスコアは、各社でかなり違うも、これらを用いたESG投資を行う注意を有すると指摘。さらに、各ESGスコアの差異は収斂する傾向にはないと指摘している。

- Dorfleitner et al.（2015）

- ✓ KLD（現MSCI）、Asset4（現トムソン・ロイター）、Bloombergの3つのESG格付を比較
- ✓ 各スコアの分布は大きく異なる上に、結論として各スコアに収斂がないことを指摘。KLDはそのなかでも他2社との相関が小さい、特にコーポレートガバナンスは相関が小さい、さらにESGリスク（変動リスク、下落リスク）の比較を行ってもKLDは他と異なっている、と指摘

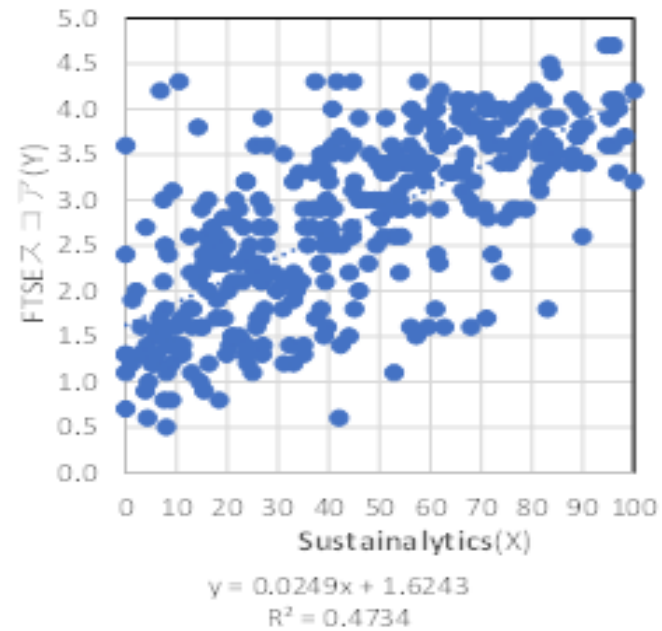
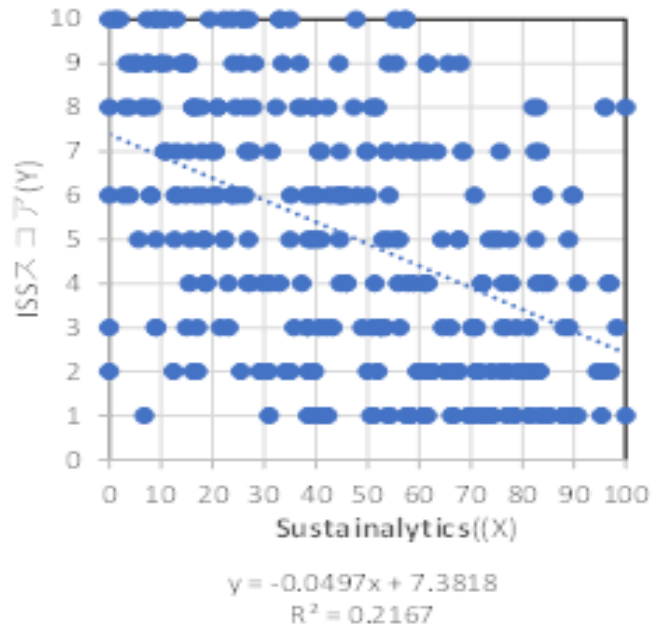
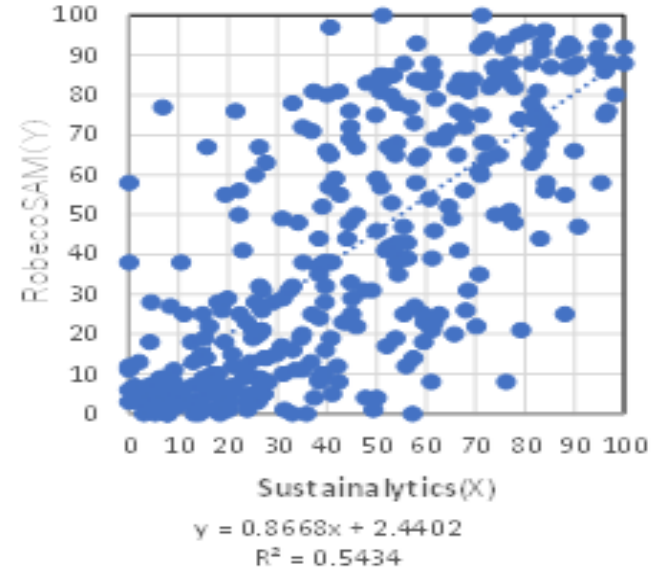
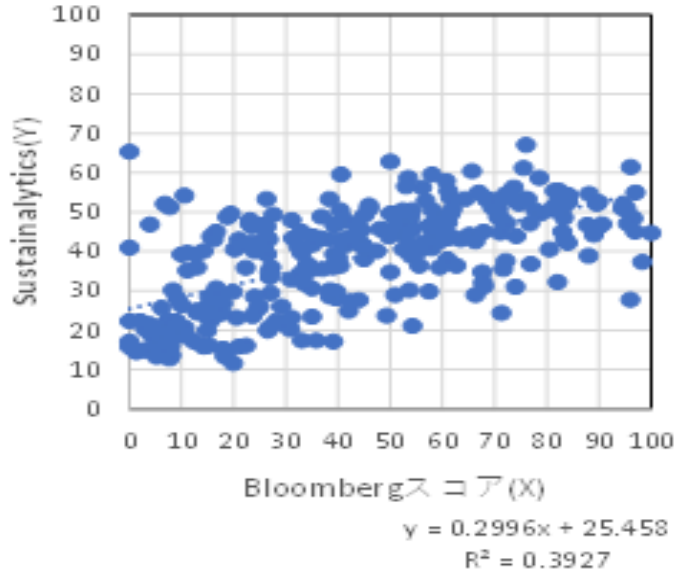
- 社債格付けと異なり、倒産実績等による事後的検証も困難。

- 利益相反が生じかねないリスク

- 株価があがる銘柄選択？ トートロジー化リスク

- インパクト評価の必要性と困難性..... 方法、コスト

ESGスコア間の相関



ご清聴

ありがとうございました