

# 基礎研 レター

## 株式以外のESG投資

～ESG投資を全資産で考える～

<ESGレター基礎編>



金融研究部 年金総合リサーチセンター長兼 ESG 推進室長 徳島 勝幸  
(03)3512-1845 k-toku@nli-research.co.jp

### 1—はじめに

ESGは、必ずしも株式投資の領域に限定されるものではなく、資産運用全般の根本に置くことのできる理念であると考えられる。年金運用における ESG 投資は、現在及び将来の受益者等ステークホルダーのためにアセットオーナーが自ら率先して行う行為であり、アセットマネジャーはアセットオーナーからの委託を受けて実際に取組む存在であって、必要に応じアセットオーナーを支援する立場にある。ESG 投資については、ベンチマークに対する超過収益を獲得するための手段と考えるような矮小化した理解に留まってはならないだろう。

### 2—ESG投資は伝統的な資産配分の枠組みにそぐわない

ESGを株式投資における考え方である、とする理解は伝統的に根強く、また、出発点としても決して間違っていない。歴史的に見ても、まず、株式投資において、ESG投資が非財務情報を基にした超過収益の源泉になり得るという主張がされて来た。また、今でも、ESG投資によってベンチマークに対する超過収益が得られるのかと期待を抱く関係者は少なくなく、超過収益が得られないなら取り組む必要がないと反駁する声も根強い。

残念ながら、ESG投資は、少なくとも短期的な超過収益源にならない可能性があるし、仮に超過収益が得られるならば、銘柄選択効果だったり、より多くの投資家が取組んだために得られた価格釣り上げ効果だったり、他の複数の要因によるものと考えられる。株式投資における ESG 要素の効果は、中長期的に発現することが期待されるものであって、四半期や一年といった単位で計測すること自体が、ESG投資の根本的な理念を理解していないことの証左であると考えている。

ESG投資を一つの資産クラスとして資産配分を考えてはどうか、という意見も耳にすることがある。これに対しては、根本的な資産クラスの立て方次第であろうと、考えざるを得ない。保有資産全体が ESG 投資を行うものであると考えるならば、ESG投資という独立した資産クラスに意味はない。また、GPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）のアロケーションに代表される、内外債券及び株式の四区分とそれ以外をオルタナティブ資産とする伝統的な資産クラスの分け方では、ESG投資は独立

した資産クラスとして成立しない。資産クラスをファクター別に管理するなど伝統的なアプローチと異なった観点から細分化するならば、ESG 投資を 1 つの資産区分として立てることも可能であるが、実効性は乏しいかもしれない。

### 3—ESG 投資は資産全体に適用できる

ESG 投資は、投資ポートフォリオ全体を包み込むことが可能な概念であり、運用方針やその上位にある基本理念・投資原則<sup>1)</sup>に書き込むべきものと考えられる。あくまでも、歴史的に株式投資に端緒を持つ考え方であるが、他の資産クラスにおいても、適合の度合いや意味合いに差はありと想像されるものの、ESG 要素を考慮した投資を行うことが可能である。一般的に、株式と同様のエクイティ性を帯びた投資は親和性が高いと考えられる。例えば、プライベートエクイティ投資においては、上場株式と同様に、ESG 要素を考慮することができるだろう。更に、不動産やインフラストラクチャー投資においても、賃料や利用料収入といった一部を切り出したものでなく、持分権等を投資対象に含むものであれば、同じく ESG 要素への考慮を行うことができる。特に、E や S の要素に関しては、不動産及びインフラストラクチャー投資にも馴染みやすいだろう。

これらの資産クラスの特徴として、投資のタイムホライズンが長めであることを指摘できるかもしれない。ESG 投資は、必ずしも短期的な超過収益を目的とするものではないと考えられるが、むしろショートターミズムを緩和して、長期的な視点での投資を実現するための重要な視座ともなり得る。

中長期的な観点ではなく短期的な視点から収益の獲得を目指すヘッジファンド投資において、ESG 要素は考慮されるべきだろうか。そもそも、不動産やインフラストラクチャー投資と並んで、ヘッジファンドをオルタナティブ投資に含めるのは、伝統的な資産クラスへの投資以外という意味でしかなく、“オルタナティブ” という語義以上のものを含意していない。また、必ずしもグローバルマクロのようなもののみがヘッジファンドの投資手法ではなく、様々な資産間や銘柄・手法間の裁定取引による極短期の収益獲得を狙ったもの等もある。一部のヘッジファンドの採用する運用手法においては、株式等の銘柄選択に際して ESG 要素の介在する余地はあるだろう。ただし、ヘッジファンドと ESG 投資とでは、投資の時間軸が大きく異なることから、必ずしもヘッジファンド投資において重要な役割を果たすものではないと考えられる。

### 4—債券領域におけるESG投資への取組み

ESG 投資においては時間軸が重要な意味を持ち、中期から超長期のタイムホライズンを持つ不動産やインフラ投資、(本来の意味での) 株式投資においては比較的馴染みやすく、極短期のタイムホライズンのものも少なくないヘッジファンド投資には馴染み難いとしたら、中長期のタイムホライズンをも持つ債券領域における ESG 投資については、どのように考えられるだろうか。

エクイティ領域で ESG 投資によって期待される効果は、企業による ESG 経営に向けた努力とそれに見合った中長期的な業績の安定性・サステナビリティの向上の結果として得ることのできる、長期タイムホライズンにおけるリターンの向上と整理することができる。一方、債券領域においては、資産特性からリターンの上方硬直性が存在するため、株式と同様の ESG 投資に関する発想は、単純には馴染まない。

債券投資から得られる投資利回りに上方硬直性があり、一方で、「お金には色がない」中では、グリーンボンド等特定のSDGs債券を、そうでない債券よりも割高に購入することに対しては、フィデューシャリーデューティーの観点から疑義が呈される。特に、SDGs債券の曖昧な認定基準・運用の中においては、グリーンium等と呼ばれる不合理な割高さについては容認されるべきではない。

しかし、市場参加者に認められた適正な基準運用が行われるようになった場合には、グリーンiumの存在を肯定できる可能性も否定しない。1つには、ESG要素もしくはSDGsを意識した経営を行う企業については、株式での安定的なリターンが期待できると考えるから、同様に、債券においても、経営の安定性から信用リスクの振れ幅が小さいと考えられる。その結果、スプレッドが縮小すると考えることが可能である。しかし、特定のプロジェクトに限定した資金調達のグリーンボンド等については、発行体による十分な情報開示が行われない限り、投資家によるトレースが容易でないことや、「お金に色がない」ことを考えると、ESGもしくはSDGsを意識した経営を行っている発行体の債券全般がグリーンボンド等SDGs債券であると考えられないのではなかろうか。また、昨今のよう  
に、日本銀行による強力な金融緩和によって、ゼロ近傍にある金利水準だけでなく、社債のスプレッドさえもが潰されている中では、SDGs債券によるスプレッドの圧縮効果は限りなく小さくなっているだろう。

一方で、地方公共団体や政府関係機関の場合には、発行する債券に限定されることなく、発行体の機能・役割そのものが社会性を有していることは自明である。極論すれば、基準に合致し認定さえ得られれば全てがソーシャルボンドなのであり、債券の割高や割安といったプライシングに関して議論する余地がないとも考えられる。

結局のところ、特定のプロジェクトに対応した特定の回数の社債だけを、グリーンボンド等SDGs債券と認定し、当該債券のみが割高になるということは、市場実態を考へても難しいだろう。最終的には、「お金に色がない」中では、どうしてもESGやSDGsに適合し難い企業の社債のみに対して、スプレッドの上乗せが要求されるという将来になるのかもしれない。

## 5—資産全体にかかるESG投資の意味合い

ESG要素は運用全体にかかるものと考えられる方向に進むことが期待される。GPIFは『2019年度ESG活動報告』において、ESG指数に連動した運用資産額5.7兆円及びグリーンボンド等への投資額0.4兆円に対し、投資原則に基づくESGの考慮は全資産151兆円に及ぶものと説明している。

自らの運用の基本的な理念にESG要素を織り込んでいるのであれば、投資している資産全体がESG要素を考慮したものであると主張できるし、むしろ、すべてのアセットオーナーが“全資産の運用においてESG要素を考慮している”と胸を張って言えるようになれば良いのではないか。そうなれば、ESG投資は普遍的なものとなって、殊更に言及する必要はなくなってしまうだろう。そのような未来が近いうちに到来するものと期待したい。

<sup>1</sup> GPIF投資原則(5)「長期的な投資収益の拡大を図る観点から、投資先及び市場全体の長期志向と持続的成長を促す、スチュワードシップ責任を果たすような様々な活動（ESGを考慮した取組を含む。）を進める。」