

# 基礎研 レター

## ESG投資と超過収益

開示情報の拡充が好影響をもたらす可能性  
＜ESGレター基礎編＞

金融研究部 ESG推進室兼任 上席研究員 梅内 俊樹  
(03)3512-1849 umeuchi@nli-research.co.jp



### 1—ESG投資残高は増加

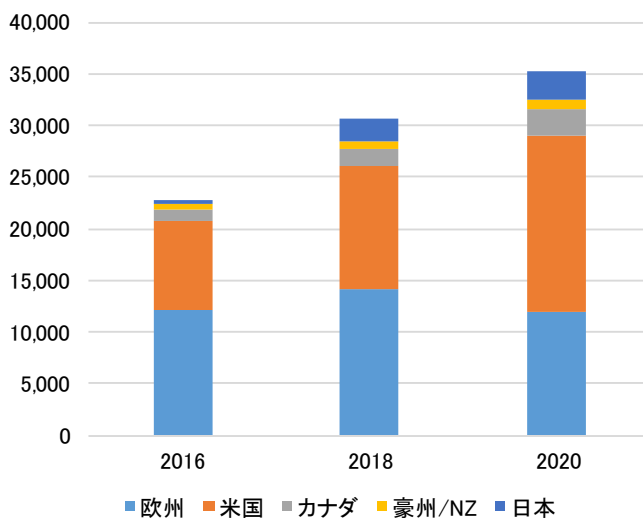
ESG投資を推進するPRI（責任投資原則）は2015年に公表した「21世紀の受託者責任」やその最終報告書（2019年公表）を通じて、「投資分析や意思決定プロセスにESG課題を組み込むことは、投資パフォーマンスの向上を図る上で欠かせず、受託者責任の観点からも求められる」との考え方を示している。こうしたPRIの考え方に賛同する機関投資家や金融機関は増加の一途を辿っており、ESG投資は世界的な潮流となっている。

サステナブル投資フォーラムの世界的な組織であるGSIA（Global Sustainable Investment Alliance）が隔年で作成している報告書（2020版）によれば、2020年の世界のESG投資残高は約35兆ドルに達している。これは2016年の1.5倍の水準であり、ESG投資への関心が急速に高まっていることが窺える（図表1）。

日本でも2015年にGPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）がPRIに署名したことを契機にESG投資への関心が高まっており、日本におけるESG投資の残高は2016年の約0.5兆ドル（約56兆円）から2020年には約2.9兆ドル（約310兆円）へと6倍に増加。欧米に比べESG投資の立ち上がりが遅れた分、ここ数年の増加ペースは欧米を大きく上回っている。

最近では、債券や不動産などでもESGを考慮した運用が行われている。ESG投資残高増加の背景には、株式以外の様々な資産クラスでもESGが広がったことがある。

図表1 世界のESG投資残高



出所)GSIA”GLOBAL SUSTAINABLE INVESTMENT REVIEW 2020”

## 2—ESG投資は有効か？

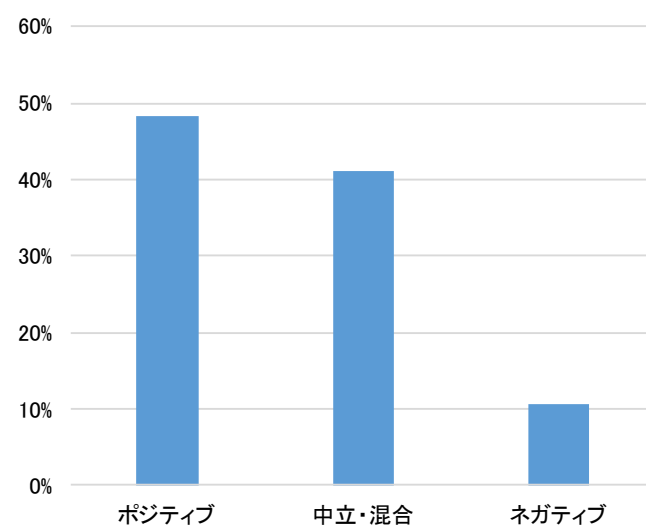
### 1 | 過去の実証分析からの示唆

ESG 投資は社会的インパクトを追求する点で従来の投資と異なる。このため、投資先の選定では、売上高や利益といった財務データだけではなく、環境や社会に係る課題への取り組みといった非財務の情報が考慮される。しかしながら、冒頭の PRI の見解にあるように、受託者責任の観点からは経済的リターンが得られることが ESG 投資の大前提となっている面もある。果たして ESG 投資で超過収益を獲得できるのだろうか。

ESG 評価の有効性を検証する研究は多数あるが、ESG 評価と企業財務パフォーマンス（企業財務、投資パフォーマンス、成長指標、リスク指標など）の関係性を分析する実証研究を幅広くサーベイした論文によれば、両者の間にポジティブな関係があると結論付ける研究、つまり、ESG 評価が投資に有効とする結論は全体の 48.2%を占め、ネガティブの 10.7%を大きく上回っている。しかし、中立・混合を含む、ポジティブ以外の研究結果が過半数を占める。ESG 投資は決して否定されるものではないが、“ESG 投資は有効”と明確に言えるような結果でもない。

その要因として、分析に利用するデータや分析方法が異なる多様な分析が混在していることのほか、サーベイの対象となった研究が実施された時期が影響している可能性が考えられる。サーベイの対象となった研究は、サーベイ論文が公表された 2015 年以前のものである。ESG を投資に活かす機運は現時点ほどには高まっていなかったと推測される。少なくとも ESG を含む非財務の情報開示が総じて限られ、ESG を適切に評価できる環境が整っていなかったことを勘案すると、ESG 投資の有効性が明確にならなかったことに違和感はない。

図表2 ESG評価と企業財務パフォーマンスの関係



出所) Friede et al. 2015, “ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies”

### 2 | GPIF が採用する ESG 指数のパフォーマンス

ここ数年の主要な ESG 指数の動きからは、過去の実証研究とは異なる傾向が見られる。GPIF は 2017 年に ESG を考慮した指数に連動する株式運用を導入し、2021 年 3 月末時点で国内株式を対象とする ESG 指数を 4 本、外国株式を対象とする指数を 3 本、計 7 本の ESG 指数を採用している。ESG 指数の 2017 年 4 月～2021 年 3 月のパフォーマンス（年率）を見ると、7 本中 6 本で市場平均（内外の代表的な株価指数）に対する超過収益率がプラスとなっている。7 本の指数の中には、E（環境）、S（社会）、G（ガバナンス）の各要素を総合的に評価する指数だけでなく、E（環境）や S（社会）の特定のテーマに着目した指数も含まれている。GPIF が「長期的な検証が必要」としているように、パフォーマンスを評価するには期間が短すぎる。また、数多くある ESG 指数のうちの一部に過ぎないことから、

短絡的な評価は避ける必要があるが、ESG 指数を厳選することで超過収益が得られる可能性を示唆する結果として受け止めることができる。

図表3 GPIFが採用するESG指数のリターン(2017/4-2021/3)

		当該指数	親指数	市場平均	超過収益率	
					対親指数	対市場平均
国内株式	MSCI ESG セレクトリーダーズ*	10.38%	9.51%	9.07%	0.87%	1.31%
	MSCI WIN	9.89%	9.51%	9.07%	0.38%	0.82%
	FTSE Blossom	9.65%	9.57%	9.07%	0.08%	0.58%
	S&P/JPX Carbon	9.23%	9.07%	9.07%	0.16%	0.16%
外国株式	S&P Global Carbon	13.23%	13.41%	13.38%	-0.18%	-0.14%
	MSCI ESG ユニバーサル	13.89%	13.24%	13.38%	0.65%	0.52%
	Morningstar GenDi	13.91%	13.77%	13.38%	0.14%	0.53%

出所) GPIF「2020年度 ESG活動報告」

注) 親指数は各ESG指数のベースとなる時価総額加重の指数。

国内株式の市場平均はTOPIX、外国株式はMSCI ACWI。

### 3— 開示情報の拡充がパフォーマンスに好影響

GSIA は ESG 投資を、特定の ESG 基準や国際的な規範に基づくスクリーニング、持続可能性に関する特定のテーマに絞った投資、投資先との建設的な対話を通じて ESG への取り組みを促すエンゲージメントなどの7つの手法に分類している。このうち、2020年時点で投資残高が最大となっているのは ESG インテグレーションである。財務情報だけでなく、ESG などへの企業の対応を非財務情報として取り込み、総合的に投資対象を評価する手法である。脱炭素などの気候変動対策や環境問題のほか、人権問題や女性登用などへの社会的な関心が高まる中で、ESG 課題への取り組みが企業の財務パフォーマンスに影響を及ぼすとの認識が広がったことが背景にあり、過去4年間で投資残高が2.4倍と増加ペースは速い。従来、リスクの削減やビジネスモデルの持続可能性という観点から捉えられることが多かった ESG が、持続可能なビジネス機会の獲得など、企業の中長期的な利益成長を評価する上でも意義が認められ始めている証左とも捉えられる。

ただし、現時点では情報開示が不十分との指摘は多く、企業の ESG への取り組みを十分に投資判断に活かしてきていない可能性は否定できない。経済産業省が国内外の主な運用機関を対象に行った「ESG 投資に関する運用機関向けアンケート調査 (2019年)」によれば、ESG を投資判断等において考慮する上での障害として、運用機関の85.4%が「企業の ESG に関する情報開示が不十分」と回答している。ESG 情報の開示に積極的に取り組む企業がある一方で、幅広く ESG 評価を行う上で十分な情報が開示されているとは言えず、同業他社との比較可能性が確保されていないといった問題点も指摘される。しかしこの点に関しては、主要国・地域で ESG を含む非財務情報の開示拡充に向けた検討が進められており、ESG に係る複数の国際的な開示基準に関しても共通化に向けた動きが見られる。こうしたことから、将来的には非財務情報の開示拡充とともに比較可能性の向上も期待される。その過程で、企業の ESG への取り組みは一段と強化され、ESG 情報を活用する投資判断の精度が上がると思われる。非財務情報の開示拡充により、ESG インテグレーションの平均的なパフォーマンスは ESG を考慮しない投資を上回ることが期待される。

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保证するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。