

OECDが「Investment governance and the integration of environmental, social and governance factors」を発行

Research Clip
2017年6月

社会システム研究所
シニアアナリスト
岡芹 弘幸

リサーチ・クリップでは、最近関心の高まっている環境問題、企業の従業員・地域社会といった様々な社会との関わりなどに関する記事や、国内および海外における公募投信（以下、ファンド）の最新情報を紹介します。

■ OECDが「Investment governance and the integration of environmental, social and governance factors」を発行した。OECD 諸国では、環境や社会、ガバナンスという ESG ファクターを活用する投資家が増加してきている。そのため、年金基金や保険会社、アセットマネージャーは資金の受託者として、ESG に関連するリスクや投資機会を理解し、実践する必要性が高まっている。

そうした背景のもと、OECD による今回のレポートの主眼は、(1) 年金基金やアセットマネージャーなどの機関投資家が、投資基準や規制をどのように解釈し、ESG に関連するリスクや投資機会にどのようにアプローチしているのか、(2) 法的な投資基準や規制のフレームワークは ESG 投資を促進しているのか、後退させているのか、ということにある。本稿では、OECD の本レポートの概要を紹介する。なお、OECD の本レポートの一部は、2016 年 7 月に開催された G20 のグリーン・ファイナンス・スタディ・グループの題材になっている。

1. 規制のフレームワーク

本レポートでは、最近では変わりつつあるが、投資のリスク管理やプルデンシャル基準を定める規制のフレームワークは、通常、ESG には明確に言及せず、また、多くの場合で ESG 投資を抑制している訳でもないとしている。そのため、ESG 投資に一定の視野を与えるものの、必ずしも推奨はしない状況にある。一方、自発的なコードや法令によっては ESG 投資の実践を促すため、機関投資家は規制や法令、受託者責任の中で ESG 投資をどのように扱えば良いのか分かり難い部分がある。規制のフレームワークは、投資プロセスに ESG を考慮することを禁止していると考えている機関投資家すらいる。規制内容が不明確な場合には判断が複雑になることから、機関投資家による ESG の利用を後退させる可能性がある。

本レポートは、機関投資家が ESG 投資の実践を躊躇する理由の 1 つとして、ESG 投資と倫理的投資を混同していることがあるかもしれないと提起。そのため、監督官庁はその区分けを明確化する必要があることに加え、ESG に関する共通の定義が欠けていることが、ESG 投資の広がりを抑制しているという見解を示している。

企業の情報開示面では、機関投資家が企業とエンゲージメントを行うためには、企業のビジネスモデルを知らなければならない。最近では特に環境に関する情報開示のニーズが高まっているが、通常、企

業による自発的な開示であり、測定手法や基準が規定されていない。その結果、国別やセクター間、企業間での比較を行うことができない状況になっている。

2. 機関投資家の責務と ESG の活用

機関投資家によって ESG 投資に関する認識は異なり、ポートフォリオに ESG ファクターを考慮しない機関投資家もいれば、将来、影響を与える可能性がある特定の ESG ファクターを踏まえた投資を行っている機関投資家もいる。アセットオーナーのカーボン・リスク対応に関する調査を行っている独立系非営利団体であるアセットオーナーズ・ディスクロージャー・プロジェクトによると、世界の運用金額上位 500 のアセットオーナーの内、半数近くは気候変動要因を運用方針の中で考慮していない。

本レポートでは、実際の運用を行う機関投資家の中には ESG の活用と受託者責任における利害の相反を懸念して、ESG 投資の実行に二の足を踏む側面があるとみている。その理由は、ESG ファクターは一般的に非財務情報であり、市場価値が形成されていないことから、従来型の金融・リスクモデルに取り入れることが難しいため。ESG は長期的なファクターとして扱われることが多く、3 年とか 5 年の時間軸を中心とする機関投資家では、評価モデルに ESG ファクターを組み入れることは容易ではない。また、企業の四半期決算や機関投資家の四半期報告も投資の時間軸を短くしている可能性がある。

一方、PRI に署名する機関投資家が増えていることを踏まえると、ESG 投資の実践と受託者責任は矛盾しないと考える機関投資家が増加しているとみることができる。しかし、多かれ少なかれ ESG 投資を行っている機関投資家は、一般的にはまだ運用パフォーマンスに優先順位を置いている。他の機関投資家がどのような ESG 投資を行っているかが分かれば、ESG の活用が促進されるかもしれないが、規制などを通じて行う場合、機関投資家の負担にならないように留意するもある。

3. ESG ファクターの投資パフォーマンスへの影響

本レポートでは、ESG ファクターはポートフォリオのパフォーマンスやリスク管理面でポジティブな効果を及ぼし得るという想定のもと、ESG ファクターが投資成果に与える影響を検証した事例を数多く紹介している。先行研究は、金融市場は企業による良好な ESG パフォーマンスを評価する反面、ESG スコアが低い場合は、同業他社に比べ非効率なマネジメントが行われているとして、その企業固有のリスクが増している公算が大きいことを示す。本レポートのインタビューの中で、大手のアセットマネージャーの 1 人は、投資分析に ESG ファクターを考慮するのは、パフォーマンスを高めるためと起こり得る重要なリスクを無視しないためであると語っている。機関投資家による ESG の議論は増加しつつあり、特に、気候変動については、実際の気候パターンの変化や突然の政策変更といったかたちで大きな影響を与える可能性がある。

ESG の分野でパフォーマンスの良い企業は、変化する市場環境への対応や生産コストの削減、従業員のモチベーション向上などで優れることから、業績面でもパフォーマンスが良いという議論が多くなされている。Cai and He[2014]は、企業の環境対応と長期の株価パフォーマンスには正の相関関係があ

ることを見出している。HSBC のアナリストは、ESG スコアが改善している企業の株価は広範な市場、特に新興市場でアウトパフォームしていることを提示。Atting et al.[2013]は CSR とクレジットリスクの観点から、CSR スコアの高い企業は、(1) ステークホルダーとの関係改善、(2) オペレーションや財務の効率向上、(3) 悪質な企業行動リスクの減少、などを通じて金融費用が低いことを示している。

Friede et al.[2015]は、1970 年代以降の 2,000 社の分析を通じて、ESG 投資と株価パフォーマンスの正の関係において、ESG 投資を行うことによる追加的コストによってリターンの一部が相殺される可能性があることを指摘。彼らの研究では、ESG と企業業績は多くの場合で正の関係を持つが、株価パフォーマンス面ではトレーディングコストやポートフォリオ構築上の制約などから、ESG ファクターが与える影響が相対的に小さかった。こうしたことは、ESG 投資に取り組む動きが鈍い機関投資家にある意味で正当化する可能性がある。

Clark et al. [2015]は、ESG のパフォーマンスが良いことは企業の資本コスト・負債コストを低下させると結論づけた。本レポートが行ったインタビューでは、大半の機関投資家が ESG 分析ではガバナンスが最も重要であり、脆弱なガバナンスは環境や社会問題に繋がるリスクがあるとコメントしている。機関投資家がガバナンスに注目する理由の 1 つとして、環境や社会ファクターに比べセクター・企業間での比較が相対的に容易であるということが挙げられる。

一方、全ての研究が ESG 投資と長期的なリターンの正の関係を肯定する訳ではない。Eccles and Serafeim[2013]は、企業の ESG パフォーマンスと企業業績の間には、排出ガス削減に向けた自発的な対応による費用などを背景に負の関係があり、株式市場は単純な取り組みをする企業を避け、重要な ESG ファクターに対して革新的なアプローチをする企業のみを評価するとしている。このように真に ESG に優れる企業を峻別するには詳細な分析が必要であり、ESG 投資を行う際の追加的なコスト負担になる。しかし、逆に言えば、真に ESG に優れる企業を見出すことができれば、アルファがとれるということでもある。

4.機関投資家による ESG 投資の取り組み状況

機関投資家で単一の ESG アプローチを行っているところはなく、様々な視点で ESG を投資プロセスに導入している。代表的なものとしては、(1) ネガティブ・スクリーニング、(2) 一般的な ESG インテグレーション、(3) ベスト・イン・クラス、(4) テーマ投資、(5) ダイベストメント、(6) エンゲージメント、などが挙げられる。

一般的な ESG インテグレーションが普及しつつあるが、全ての投資家が入り込んでいる訳ではない。また、データの取得やバリュエーション評価手法、モデルの制約などから ESG のリスクや機会の特定が難しいため、ESG を投資プロセスに取り入れるペースが遅れている面がある。これは、データやリスク評価手法が標準化されていない問題でもある。

機関投資家が投資戦略の中に ESG ファクターを組み込むことや、アセットオーナーがそうした戦略を実行する外部のアセットマネージャーをモニターするためには、専門的な知見を構築する必要がある。

また、専門的知見を高めるためのコストに加え、機関投資家においてはデータ取得や調査、モニタリング、レポート作成などのコストも発生する。機関投資家間の競争を背景に、パッシブ戦略への移行によってコストを削減しようとする機関投資家は、企業とのエンゲージメントや議決権行使からは相対的に離れた存在になる。

5. 結論

本レポートの結論の概要は以下の通り。監督官庁は、機関投資家が投資戦略に ESG ファクターを組み込むことと受託者責任は一致すると認識するための手順を数多く示している。しかし、依然として全ての機関投資家が ESG 投資を実践するには課題が残る。規制のフレームワーク自体は ESG 投資の障壁ではないが、プルードント・インベストメントの観点から ESG 投資の役割がもっと明確になっていけば、機関投資家はもっと有効に ESG 投資を活用するかもしれない。

ESG へのアプローチは機関投資家によって異なる。しかし、コストや ESG 投資を行う複雑さ、非財務情報であることの難しさなどを主因に、機関投資家によっては ESG を投資戦略に導入することをためらう可能性がある。そのため、監督官庁によって標準化された投資用語や企業の一貫した ESG レポートの作成が促進されれば、機関投資家は ESG データの取得や企業業績への影響の分析が容易になると本レポートでは考えている。

本レポートは、以下の URL より取得できる。

(<https://www.oecd.org/finance/Investment-Governance-Integration-ESG-Factors.pdf>)