

講演2

「アセットオーナーにとってのESG投資」

上智大学特任教授、学校法人上智学院理事 引間雅史氏

進めぬ企業年金のESG導入 実レコードの少なさがネック

今日は年金スポンサーの方々がたいへん多いと聞いているが、大学もアセットオーナーの一員ということで、アセットオーナーとしてのESGの考え方を話させていただく。

最初に日本におけるESGの取り組み状況について簡単におさらいしておく、年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)のESG投資の導入以降全般的には関心は大いに盛り上がっているということだと思う。メディアの取材も増えているし、金融機関のセミナーとしてもESGを取り上げるケースが非常に増えた。

その一方では企業年金による実際の導入ということでは、メディアから受ける印象よりは限定的なのではないかと見ている。アンケートの結果などを参考にさせていただくと、「検討中」との回答は非常に多いが、「検討中」と実際の「導入」の間には、ひょっとしたら深い谷があるのではないかと。そういうところを探っていきたい。

なぜ企業年金のESGの導入が顕著には拡大していないのか。よく言われるのが投資する側の企業年金と、投資される側の母体企業という関係性がなかなか微妙だという話も聞くけれども、私は本当にこれが大きな要因なのか、正直わからない。もし今でもこれが大きな要因なのだとなれば、それはやはり年金基金の独立性という観点で問題なのではないかと思う。

企業年金サイドが躊躇(ちゅうちょ)する要因として大きいのは、やはりESGと株価との関係性、投資パフォーマンスの有効性・有用性への疑問だろう。その背景には、色々な実証研究の結果はあるけれども、実運用のレコード(実績)という観点でいうと、まだまだ良好な実運用レコードが見当たらない、少ないということがあるのだと思う。



三菱UFJ銀行を経て、1985年に現日興アセットマネジメントに入社。1997年より約5年間、国際連合年金基金のアジア太平洋地域代表アドバイザーを務めた。2002年、日興アセットマネジメント代表取締役社長。2005年、アライアンス・バーンスタイン代表取締役社長。2008年より上智大学特任教授として教鞭を執ると同時に、2009年より財務顧問、2013年より財務担当理事補佐、2017年より経営企画担当理事。

一方、企業サイドの取り組みはどうかというと、大きく2つに分かれる。

1つの受け止め方は、ESGを単にCSR(企業の社会的責任)に近いものとして捉える。社会貢献であり、コストであり、いわゆる非財務要因であるという捉え方。この捉え方である限り、ひょっとしたらこの取り組みは形だけになるケースがある。

もう1つの考え方は、将来のビジネスリスクや企業価値に密接に関わるとする考え方。こう考えている企業は本格的に取り組む。そのあたりの本質的な考え方の違いは、CSRレポートや統合報告書での開示や打ち出し方にかなり明確に違いが表れている。

企業サイドのESGへの取組みの温度差のもう1つの要因として世界の潮流に対する理解とか感度が考えられる。例えばサプライチェーンにおける人権問題や労働問題は、多くの日本の企業にとっては少し前まではあまり切実なテーマにならなかったのだろう。日本の株式市場において、売買シェアの3分の2を占める海外投資家がESGのこういった点を課題認識しているのかに対して、不断に情報収集と対策の検討をしているかどうか

で違いが出てきている。

つまるところ、ESGの要因が将来財務要因に転化するかどうか、この点に関する確信の有無が、スタンスの違いに表れているのだと思う。だとすれば、企業サイドの開示、あるいは投資家のエンゲージメントは、ESGのマテリアルな要因がいかにより将来財務要因につながっていくのか、この道筋を示すことが最大のポイントになる。

地域・投資手法・目的に違い 米国に近い日本のスタンス

一口にESGといっても、様々な投資手法がある。同時に各地域で、ESG投資手法に対する考え方が相当違う。欧州の投資家は、ネガティブスクリーニングの採用割合が非常に高く、9割を超える投資家が何らかの形で採用している。(他の投資手法と) 足し算すると100を超えているので、複数の投資手法を組み合わせているケースが非常に多いということだ。欧州でネガティブスクリーニングの割合が高いのは歴史的な背景がある。SRI(社会的責任投資)が誕生した初期のころから、悪いものを排除する倫理面を重視した社会的責任投資の流れが現代も続いており、ネガティブスクリーニングの割合が非常に高い。国際規範スクリーニングというものもあるが、これは例えば国連グローバル・コンパクトといった規範に基づくスクリーニングだから、これもネガティブスクリーニングの一種と捉えてもいい。

米国で一番割合が多いのはインテグレーションだ。米国ではESGとERISA(従業員退職所得保障法)に基づく受託者責任の関係性が非常に大きなテーマになっていた。投資パフォーマンスが犠牲になるのであれば受託者責任に反するという認識が強く、投資パフォーマンスとの関係性がいちばん密だと考えられるインテグレーション手法の割合が高くなっている。

日本ではデータ上では「エンゲージメントと株主行動」というところが最も割合が高くなっているが、単なる議決権行使とか、アナリストの取材活動であるとかも混在しているという印象を持っている。そう考えると、日本も倫理面重視のネガ

ティブスクリーニングの割合が極めて少ない一方でインテグレーションが増えているから、どちらかというとも米国に近く、投資パフォーマンスに対するセンシティブリティが強いというのがベースにある。

ここまで申し上げたのは地域差だが、投資の目的や考え方が大きく反映されており、これには大きく3つのタイプがある。1つ目の「社会的リターンへの期待」というのはどちらかというとも倫理面重視だ。これは欧州に限らない。ESG投資全体のブレークダウンを示した資料によると、世界全体のESG投資資産割合としても、ネガティブスクリーニングが一番大きい。世界の投資家は倫理面や機関投資家としての責任を意識した形で、ESG投資が行われていると言える。

2番目が「リスク・リターン特性改善への期待」で、当然、日本でもこの点に対する期待や信頼感を持っている投資家は導入に踏み切るといことになるだろう。その場合のポイントとしては、マテリアリティ(重要課題)分析を踏まえた有効なインテグレーションアプローチが重要になってくる。

3番目が「ユニバーサルオーナーシップ」。これはGPIFがよく触れていることだが、世界経済全体の底上げこそが、将来の市場リターンの改善につながるという考え方だ。だから、非常に長期目線で投資パフォーマンスを意識した形だが、もう一方ではより良い将来社会を築く視点が明確にその考え方に組み込まれている。年金自体の目的も、将来世代の給付保全が大きな目標になっているので、機関投資家の責任としてより良い将来社会を築く視点も同時に組み込むべきではないかという考え方だ。であるとすれば、これは特にGPIFのような極めて大規模な基金だけに限った話ではなく、パッシブ運用で幅広く分散投資をしている多くの企業年金にとっても適合する考え方ではないのかと思う。

ひとくりに論じられない「ESG投資」 有効性決める運用者のスキル

ESG投資の期待パフォーマンスと機関投資家の判断を、若干単純化してみると、例えば中長期

「ESG投資」を一括りにして論じるのはやめにしよう

- ▶「成長株投資」「割安株投資」「クオリティ株投資」…それぞれの投資スタイルに様々な投資戦略が存在する
- ▶「ESG投資は有効か?」というテーマ設定はあまり建設的な議論にならない
⇒特定の共通属性要因がコンスタントに超過リターンの源泉になることはない
- ▶過去の分析の限界
 - バックテストの前提条件の相違、実運用との乖離
 - 真のインテグレーション型実運用のトラックレコードの短さ
- ▶「ESG投資の有効性」はつまるところアナリスト・運用者のインテグレーションのスキルやクオリティに依存する(他の投資戦略と本質的に同様)

(注)引問氏への講演資料から

の投資パフォーマンスにとって良好な影響が期待でき、なおかつ社会的リターンもプラスだという投資案件については、投資家の採用判断は当然「OK」となるだろう。

一方、社会的リターンにとってはプラスであるけれども、中長期の投資パフォーマンスは犠牲になりかねない、犠牲になるだろうというようなものについては、機関投資家としては「No」と言わざるを得ない。あまり適切な例は思い浮かばないが、寄付が半分、投資が半分というような金融商品に投資するかというと、自己資金によるクラウドファンディングへの投資であればOKでも他者の資金を受託して運用する機関投資家としては適切ではない。

また、投資パフォーマンスにとってはプラスの影響が期待できるが、社会的リターンはよろしくないケース。これもあまり適切な例は思い浮かばないが、例えば亡くなる方々が多い方が自分の投資リターンが上がる、そういった保険商品はは理屈としては有りうるが、投資には相当抵抗があるだろう。

社会的リターンがプラスであって、投資パフォーマンスがニュートラルの場合、これはどうか。投資パフォーマンスがニュートラルというのは、例えばパッシブ運用とかインデックス運用。超過リターンを狙いに行くわけではないという意味ではニュートラルと言えるが、市場平均並みのリターンが期待できて、社会的リターンはプラスが期待できるものについては、採用してもいいと考える投資家が多いのではないかと。パッシブなり、

インデックス運用部分の代替として、市場平均並みのリターンが上がるようなESG投資戦略は採用できるのではないかと。

一番皆さんが悩むのは、社会的リターンが高いということは分かっているけれども、投資パフォーマンスは分からないというケース。トラックレコードがないとか短いとか、判断がつかないのが実際には非常に多いんじゃないかなと思う。

ここで1つ私が申し上げたいのは、ESG投資とひとくくりに論じるのは、そろそろやめにしたらどうかということだ。議論としてあるのは、ESGって効くの、効かないのという話だ。これはなかなか答えが難しい。ESG投資が効くのか効かないのかという論点の裏側には、ESG投資を1つの戦略として見る考え方がある。例えば成長株戦略だとか割安株戦略であるとかと同様に戦略の1つとしてESG投資を捉える考え方がある。

ところが、ESG投資というのは戦略と言えるのか。あるいは投資スタイルと言えるのか。今、いろんなカテゴリー分けをR&Iでもやっていると思うが、そういう中で投資戦略として分類されるというのは、分かりやすさとしてはあると思う。だが、本来的にはESG要因、いわゆる非財務要因の中で、将来財務にとって非常に重要なファクターであればそれを含めて分析評価するのは当然のプロセスだ。成長株投資であろうが割安株戦略であろうが、重要な非財務要因は分析しなければいけないということだ。そういう意味ではESGは特定の戦略ではなく、投資の意思決定プロセスに欠かせない要素の1つであるはずだ。

仮にESGを戦略と捉えるとしても、いま成長株投資って効くのか、割安株投資って有効なのかというざっくりした質問に対して、イエスとかノーで答えることはできないはずだ。1990年代、いわゆるスタイル分析とか、あるいはスタイルインデックスが出始めの時、こういう議論はよくあった。グロースが優位なのかバリュウが優位なのか。いろんなインデックスベースで分析をすると、大

体バリューが優位になっていた。それはグロースとバリューの区分けを主にPBR（株価純資産倍率）でやっていて、PBRの高いものをグロースとしていたからだ。PBRが高いからといってパフォーマンスが上がるわけがない。実際の成長株投資は必ずしもPBRの高いものをに投資をしているわけではない。株価に織り込まれていない利益成長性、それを運用者やアナリストが見出して、そこに投資をするのが成長株投資だし。そのアプローチにもいろいろある。割安株投資にしてもいろんな戦略がある。プライスを中心にしたテクニカルバリューもあれば、PER（株価収益率）、PBR等のファンダメンタルバリュー中心の戦略もある。さらに言えば利益成長性を全く考慮しないバリュー戦略もバリュエーションを全く見ないグロース戦略も少数派だろう。いろんな戦略があって、その中でいい結果を出すものもあれば、結果が出ないものもある。

ESG投資も同じだと思う。ESG投資をやったから投資パフォーマンスに効くものでもないし、効かないものでもない。ESG投資の有効性はつまるところ、アナリストや運用者のインテグレーションのスキル、将来財務要因に効いてくるようなマテリアリティをどう考えて、それをいかに適切に投資プロセスの中に組み込んでいるのか、そのスキルとか能力にかかっている。その結果、成果が出たり出なかったりする。特定の投資スタイルを採用したからといって安定的に良好な投資パフォーマンスが得られるわけではないことを我々はすでに知っているはずだ。

運用機関の方と話すと、うちはESGなんて言葉ができる前からインテグレーションをやっていた、非財務要因も以前から考慮に入れて分析していたと言う。であれば、ESGファンドとかESG商品ではなくて、他のアクティブの運用戦略も全部ESG組み込み型なわけだ。あるいはインテグレーションをやっているわけだ。だが、運用機関としては通常の運用商品もあれば、ESG戦略もあると。ここでやっぱりカテゴリー分けされている。「付加価値に結びつくESG要因の統合はこうあるべきだ」という明確な投資哲学を持っているならば、それは品揃えの一つとしてのESG商品ではな

くその運用機関のアクティブ運用全般に適用されてしかるべきものだろう。

そういう意味では、本当にインテグレーションが進化したケースは、人々がもうインテグレーションという言葉を使わなくなった時だろう。あえて、インテグレーションと言わなくても、どんな運用戦略でも重要な非財務要因というのは当然考慮する。それこそが、インテグレーションの真のメインストリーム化なのだと思うが、今はまだそこまでいっていない。

評価手法は千差万別 「投資哲学」説明を

運用機関によって戦略が様々有り、日頃からいろんな提案を受けている。評価情報にどんなものを使うのか、評価機関の情報をそのまま使うケースもあれば、公開情報を使うケースもある。独自調査情報を使うケースもある。評価の手法にしても評価機関の手法をそのまま使うケースもあれば、運用機関の手法を使うもの、定量評価もあるし定性評価もある。活用の仕方もネガティブスクリーニングで使う、あるいはESGの高評価ユニバースを策定するのに使うとか、投資対象を絞り込むのに使う。銘柄選定もアナリスト主導のケースとファンドマネジャー主導のケース。最後のポートフォリオ構築手法にしても、スマートベータの戦略もあり、インテグレーションもいろんな形がある。まず財務でユニバースを作って、それからESGの分析をやって絞り込む、あるいはESGでユニバースを作って、財務で絞り込む、あるいは総合的に定量的なスコアで上から選定してしまう。あるいは定性的に総合評価する。

どれが効くのか、もちろん分からない。まだ期間も短いので結果も出ていない。ただやはり、アセットオーナーとして、アセットマネジャーから聞きたいのは、彼らがESG投資といった場合に、どういうアプローチでそのマテリアルな要因を取り込み、それを銘柄選定に的確に生かすためのプロセスはこれが一番いいんだということを、説得力をもって語っていただきたい。単にプロセスを示すだけではなくて、我々はESG投資をこう考え

ていると、それはアルファをこの部分で取れる。あるいはリスクはこれだけ削減できる。ESGの評価にしても、評価のレベル自体が付加価値の源泉になるのか、あるいは変化率、モメンタムそういったものが源泉になると考えているのか、そのあたりの考え方だ。昔から、資産運用に大事な5つのPのうちの一つが投資哲学だ。グロースにしてもバリュートにしても、アクティブ運用で運用会社のピッチブックには投資哲学というのが最初に出てくる。

それがあまり見えないケースもある。ESGの運用商品といわれているもので、どこで付加価値が上がるのかと。その付加価値を取り込むために、我々はこういうプロセスであれば一番取れると思っているんだと、考え方を明確に示してもらわないと、実際長期のトラックレコードがないわけだから判断の拠り所としてはその考え方とアプローチの手法に対する納得感しかない。おそらく、最終的にはファンドマネジャーなりアナリストのスキルなので定性的総合評価になるが、最高のインテグレーションというのはおそらくファンドマネジャーなりアナリストの頭の中にある。何が一番マテリアルかということを実際にわかっているファンドマネジャーだったりアナリストがいるはずだ。

この企業、このセクターだったらこの要因に着目しないとだめというのが、身にしみてわかっていると。そういう人たちの頭の中のインテグレーションが、おそらく最高の結果を生み出すのだと思うが、そのあたりというのはなかなか提案書のプロセスを見ただけではわからないし、商品説明をするプロダクトマネジャーと実際の運用者がどれだけ深く考え方を共有しているかという問題もある。

ポート戦略に合致するESG商品 パッシブかアクティブか

アセットオーナーが検討しなければならないポイントとしては、ESG投資商品自体のクオリティと同時にポートフォリオ戦略の中での位置付けがあるだろう。

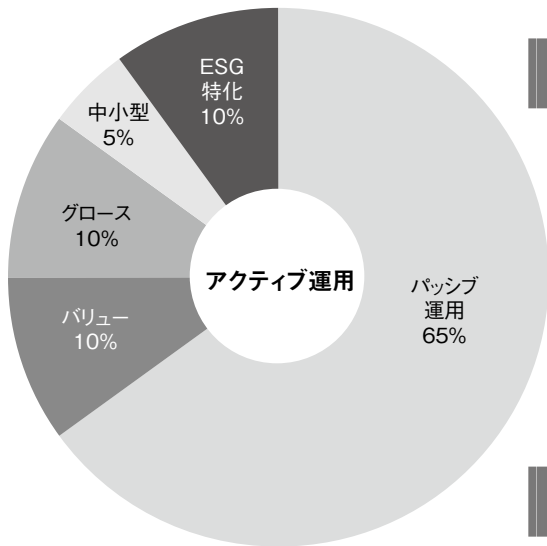
例えば、アセットオーナーのポートフォリオの中には、1つは広範な分散型ポートフォリオを構築して、市場平均並みのリターンを追求したいといういわゆるパッシブ運用の部分がある。それと代替できるようなESGの戦略とはいうと、スマートベータ型あるいはESG指数をベースにした戦略があり、この辺りは分散も効いておりかつ親指数に対するトラックエラーもかなりコントロールされているケースが多い。そういう意味では仮に大きな超過リターンが期待できないとしても将来リスクの軽減や市場平均並みリターンの確保は十分期待できるだろう。アルファは求めない、期待しないが、コアとしての十分な分散、あるいは市場平均並みのリターンは確保でき、かつポートフォリオの炭素排出量削減のような社会的インパクトは大きい、こういった戦略は採用の候補になるのではないかな。

もう一方で、リスクをとって積極的にアルファを狙いに行く部分もある。この部分に対応する戦略、あるいはESG商品としては、どのようなものがあるかと考えると、いわゆる集中型のESG投資戦略であるかもしれない。SDGsのテーマに関連した、高い成長性を有する社会課題解決型企業への集中投資やエンゲージメント特化の戦略なども対象として考えられるだろう。そういうところで、これだったらアルファが取れるだろうというものを選んでいく。さらに、伝統資産との低相関を狙ったり、安定的なキャッシュフローを目的としたりと、そういう部分としては不動産とかインフラとかのキャッシュフロー創出型資産やPE（プライベートエクイティ）のようなオルタナティブの分野でもESG商品の提供は徐々に拡大しつつある。アセットマネジャーにおいてもアセットオーナーのポートフォリオ戦略における位置付けを意識した上でのESG商品の提案を期待したい。

それからもう一点は、投資パフォーマンスへの影響ということだけでESGを捉えていいのか。ベータの底上げとか、社会課題の改善、これに対する機関投資家の責任というのは、特に欧州の機関投資家や年金基金に強く感じるところである。さらに母体企業の本業にとっても、ESGテーマの中で何が特に重要かというのはそれぞれあると思

アセット・オーナーのポートフォリオ戦略におけるESG・SDG投資の事例

ESG特化型マニデート(事例)



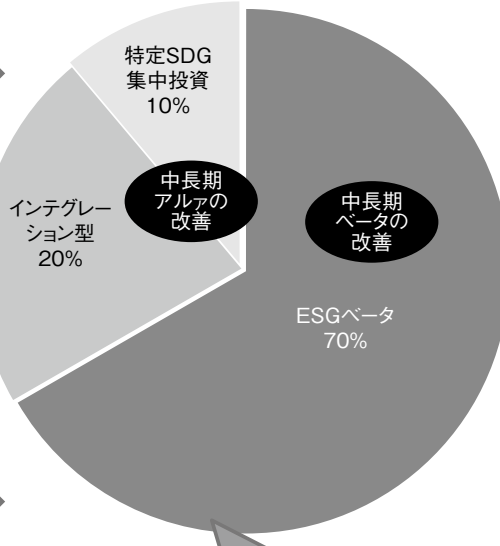
(注)引問氏への講演資料から

ESGコア・サテライト(事例)

ESGメインストリーム化



ESGインテグレーション



アセット・オーナー・ポートフォリオにおける各種ESG商品(戦略)の位置づけを明確にした提案が両者の有効な対話につながる

う。セクターによっても違うだろうし、企業によっても違う。気候変動に関するようなリスクが、本業にとっても非常に重要なリスクというセクターもあると思うし、サプライチェーンの人権問題や労働問題が重要な課題になっているような業種もあると思う。本業でマテリアルな要素というのをグループの企業年金基金も十分意識して投資方針を策定したり投資商品を選定するというのがステークホルダーの理解も得やすいのではないかな。

資料には海外年金の事例を載せた。オランダのPGGMのケースだが、彼らは自らの重要視するテーマを明確に設定している。それに対応する戦略はどうあるべきかを考えている1つの事例だ。なぜESGとかSDGsのこういう項目を重視しているということを明確に打ち出すかということ、それが加入者なり受給者に対する有効なコミュニケーションのツールであるとの考え方が確立していることがわかる。この辺りは日本の年金にとってもひとつ参考になる部分にはないかと思う。

こちらのチャート(上図)が先ほどお話したポー

トフォリオ戦略の中でのESG投資の事例だ。例えばということだが、左側が従来のマネジャーストラクチャーでよくあるパターンだ。パッシブ運用をコアとして、サテライト部分にバリュース、グロース、中小型、ESG商品などが入っている。こういう形だが、本当にESGがインテグレートされて、メインストリーム化したストラクチャーとしては右側にあるようにパッシブに変わるものとして、例えばESGベータ、これは中長期ベータの改善を目指す部分。それからアルファ創出、アルファを改善する部分として、インテグレーション型の集中投資であるとか、特定SDGsテーマ関連の集中投資であるとか、そういうものを配置する、いわゆるコア・サテライトの考え方を示している。

切り分け難しいESG要因 欧州では有意なデータも

改めてESG評価と財務パフォーマンスの関係を見てみると、いろいろな実証研究の結果がある。投資対象ユニバースも、期間も、評価方法も違う

ESG投資のパフォーマンスに関する論点整理

■ESGファクター自体にファクター・リスク・プレミアムが存在する?

- ▶存在するのであればESG評価(ESGファクター・エクスポージャー)の高いポートフォリオに投資すれば超過リターンが得られる
- ▶ESG指数(ESGスマートベータ)の過去のパフォーマンスは指数・評価手法・期間によってまちまちであるが、明確なファクター・リスク・プレミアムの存在は確認できない
- ▶そもそも高ESG評価=低リスクと考えられるので、ESGファクター自体にリスクプレミアムが存在するとは考えにくい(⇨バリュー・プレミアム、サイズ・プレミアム、流動性プレミアムなどは夫々の追加的リスクに対してプレミアムが存在)
- ▶低ボラティリティ効果のようなアノマリー?

■ESGは資本コストを通して企業価値評価に影響する?

- ▶ESG評価と資本コストには有意な負の関係性が認められるとする実証研究が多い
- ▶ESG評価が今後改善する企業に投資すれば資本コストの低下を通して株価上昇
⇒超過リターンの獲得が期待できる



*結局「ESG投資は好パフォーマンスにつながるか」とのテーマは「成長株戦略は好パフォーマンスにつながるか」といったテーマと本質的に同じ。将来のESG評価の改善のモーメンタムを見極める運用者の目利き力にかかっている。またエンゲージメントによる改善への働きかけの重要性も示唆。

(注)引問氏への講演資料から

ので結論の異なる様々な結果が生まれている。両者にポジティブな関係性を認める結果が多いものの決定的ではない。当然、バックテストには限界があるわけで、いわゆるベンチマーク指数との格差、パフォーマンス格差が出たとしても、それがESG要因に帰属するものなのかどうかは分からない。明確にESG要因として切り分けができるものではないということだ。仮に関係性が認められたとしても因果関係の特定は難しい。

特にバックテストの場合は、過去の当該期間の投資家のマテリアリティ認識がどうだったか。大多数の投資家がESGを意識してプロセスに組み込んでいたのであれば、当然パフォーマンス格差に反映される可能性は高い。一方、多くの投資家のESG要因の組み込みがまだ十分ではない時期のバックテストや実運用の結果がどの程度将来の示唆として有効なのかは考えなければならない。

その事例として例えば、地域ごとにESG評価と投資パフォーマンスの関係性を見てみる。高ESG評価企業群をみると、市場平均を上回る結果がかなり出ているのが、エマージング市場と欧州だ。一方、低ESG評価企業群が顕著に市場平均を下

回っていたのはやはり欧州だった。この結果は欧州のESG投資における今までの歴史や実績が関係しているのではないか。つまり多くの投資家がESG要因を考慮して意思決定を行ってきたということの積み重ねの中でこういう結果が出ているのかと思う。

日本や米国あたりは過去を振り返る限りにおいてはまだ明確な結果が出ていないがこれも、ESGインテグレーションがこれからさらに浸透していく過程において、このESG評価格差と投資パフォーマンス格差の関係

性が高まっていく可能性はあるのではないか。

別のデータだが、ESG指数の地域別パフォーマンスを見ると、やはり欧州とアジアが比較的親指数対比でプラスが出ているという結果だ。欧州で結果が出ているということと、アジアやエマージングで結果が出ているということが同じ要因とは考えにくい。この辺りをどう考えたらいいのかというのは検討課題だが、一方でリスクのプロフィールを見ると、親指数とはそんなにレベルの差はない。追加的なリスクなしで、欧州とかアジアの場合は超過リターンが見られる一方、日本とか北米の場合は、まだそういう結果は出ていないということになっている。ただ、今後のESG投資の進化と浸透によって将来どうなるかは分からないし、そもそも指数ベースのパフォーマンス比較は参考記録のようなもので、ESG投資全体の有効性を論じる根拠にはならない。

不明確なリスクプレミアム エンゲージメントの重要性示唆も

論点を整理すると、そもそもESGのファクター

自体にリスクプレミアムは存在するののかというのが第一点。もし存在するのであるならば、ESG評価の高いポートフォリオに投資すれば超過リターンが得られるという単純な話になるわけだが、ESG指数の過去のパフォーマンスをみると、指数とか評価手法とか期間によって、結果はまちまちだ。少なくとも明確なリスクプレミアムの存在は確認できていない。

ESG評価が高いということは一般的にはリスクは低いと考えられるのでそうであるならばESGファクター自体にリスクプレミアムが存在するというのは理屈から言って考えづらい。例えばバリュープレミアムだったりサイズプレミアムだったり、流動性プレミアム、この辺りは当然リスクが高いのでそれに対して追加的なプレミアムがつくという考え方が成り立つ。だが、ESGファクターについては、リスクプレミアムという考え方はちょっとなじまないかもしれない。であるならば、例えば、低ボラティリティー効果のようなアノマリーと考えるべきなのか。

もう1つの考え方は、資本コストを通して企業価値評価に影響するということ。これについての実証研究はかなりたくさんあって、ESG評価と資本コストの関係性を認める結果が多く出ている。であるならば、ESG評価が今後改善する企業に投資すれば、資本コストの低下を通じて、株価上昇、超過リターンの獲得が期待できるということになる。

そうすると、つまるところESG投資は良好なパフォーマンスにつながるかという問いは例えば成長株戦略は高パフォーマンスにつながるかといったテーマと本質的には同じだと考えられる。つまり将来のESG評価の改善のモメンタム、これがしっかり見極められるかどうかにかかっているということだ。これを見極められる運用者、この目利きにかかっているのではないかということ。それから、もう1つは、エンゲージメントによる改善への働きかけがとても重要になるということを示唆しているのではないか。

よくある割引キャッシュフローモデルの簡易式で、ESG要因はどういった形で株価評価に関わってくるのか。通常のESG商品で一般的なアプロー

チである、ESG評価をもとに銘柄選択とかウエート付けを行う戦略の場合は、資本コストの低下を通して企業価値が向上すると、理論的には考えられる。

一方、SDGsのようなグローバルベースの社会課題は膨大なビジネス機会であり投資機会であるが、本業としてこれらの社会課題改善に資する商品やサービスを高い競争力で提供できるような企業は将来キャッシュフローやサステナブル成長率の向上を通して、企業価値が向上すると考えられる。

妥当株価の算定において、どういう形でESG要因がインテグレートされるか。DCF法とマルチプル法が2つの代表的な妥当株価算定方法だが、DCFの場合は、ESG評価の改善見通しに基づく割引率の補正であるとか、あるいは、有望なビジネス機会への本格的参入によるサステナブル成長率の補正であるとか、将来キャッシュフロー見通しの直接的な補正、こういった形でインテグレートすることが考えられる。

マルチプル法の場合はESG要因の改善見通しに基づく妥当PERの補正、あるいは有望ビジネス機会への参入によるEPSの補正といったアプローチがあるだろう。

この辺りのアプローチはその妥当性あるいは納得性、こういったものを運用機関とアセットオーナーですり合わせることが必要だろう。エンゲージメントというと、一般的にはアセットマネジャーと投資先企業の間での対話のことだがインテグレーションアプローチの妥当性については、むしろアセットオーナーとアセットマネジャーの間でしっかりしたエンゲージメントが広範に行われるということが、今後のESGの進化にとって、極めて重要なのではないか。

先ほど申し上げた通り、ESGが効くか効かないかという議論から、実効的なマテリアリティ分析とかインテグレーションはどうあるべきか、というところに議論が進んでいかなければいけない。そういうフェーズに入っているのではないかと思う。