

## 過大評価されるESG投資と資本市場の調和

一橋大学大学院国際企業戦略研究科 特任教授 **藤田 勉**



藤田 勉氏

### ■ 1. バランスのとれたESGの議論が必要

近年、日本企業の経営に対して、投資家による圧力が高まっている。代表例が、コーポレートガバナンス・コード（CGコード）、社外取締役数に関わる開示の強化（会社法改正）、独立役員選任（東京証券取引所による規制）、自己資本利益率（ROE）の重視、エンゲージメントやESG（環境、社会、ガバナンス）投資の促進である。

もちろん、ガバナンス改革や情報開示が重要であることは論を俟たない。ところが、様々な開示規制の強化が過度になると、上場企業の負担が高まり、その結果、健全な資本市場の発展を妨げることがありうる。

日本の資産運用業界において、金融庁、経済産業省、年金資金管理運用独立行政法人（GPIF）、日本取引所グループ（東証）は大きな影響力を持つ。このため、政府が推進することに関して、十分な議論がなく受け入れられることが多い。その代表例がESG投資である。

ESGの問題点を十分に分析することなく、ESG投資を肯定的に評価している識者が少ない。たとえば、ESG投資の最大の問題点であるパフォーマンス・トレードオフについて検討した論文はほとんど見当たらない。さらに、フィンテック時代にパッシブ化が進む中で、ESGの有効性が存在しうるのかという論点も重要である。

(図表1) 米国の公募投信純資産上位10銘柄 (2017年10月末、バンガード太字)

ファンド名	純資産額 (億円)	経費率 (%)
1 <b>バンガード500インデックス・ファンド (Adm)</b>	246,584	0.04
2 <b>バンガード・トータル・ストック・マーケット・インデックス・ファンド (Adm)</b>	200,233	0.04
3 <b>バンガード・トータル・ストック・マーケット・インデックス・ファンド (Inv)</b>	135,778	0.15
4 <b>バンガード・トータル・インターナショナル・ストック・インデックス・ファンド (Inv)</b>	127,907	0.18
5 <b>フィデリティ・コントラファンド</b>	98,299	0.70
6 <b>バンガード・ウェリントン・ファンド</b>	93,914	0.16
7 <b>バンガード・トータル・ボンド・マーケット・インデックス・ファンド (Inv)</b>	93,670	0.09
8 <b>アメリカン・グロース・ファンド・オブ・アメリカ</b>	93,272	0.66
9 <b>バンガード・トータル・ボンド・マーケット・インデックス・ファンド (Adm)</b>	89,071	0.06
10 <b>インカム・ファンド・オブ・アメリカ</b>	84,719	0.56

(注) ETF、MMF、機関投資家向け除く。純資産額は、シェアクラス別。1ドル110円で換算。

(出所) Lipper Performance Report、各社資料

そこで、本稿は、主にESGを題材にしながら、情報開示の重要性と企業の負担のバランスの重要性を検討する。なお、ESG投資には、ポジティブスクリーン（ESGに対して積極的な会社に投資する）とネガティブスクリーンがあるが、本稿では主に前者を取り上げる。

## 2. ESGにはパフォーマンスのトレードオフがある

欧米では、ESG投資の思想は正しいにしても、その投資結果が芳しくないという懸念がある<sup>(注1)</sup>。ESGを重視して投資すると、投資収益率が犠牲になるという考え方を、ESGのパフォーマンス・トレードオフと呼ぶ<sup>(注2)</sup>。MSCI米国ESG指数の一つであるリーダーズ指数は、開始以来（2000年12月）、米国株全体の投資収益率は年平均6.15%であるのに対して、リーダーズ指数は同5.64%にとどまる（2017年10月末現在）。

ノーザン・トラストの分析によると、米国のESGインデックスは、広範な市場インデックスとリターンとリスクが概ね一致する<sup>(注3)</sup>。ただし、全体の指数とほぼ同じ動きであるものの、リターンはやや下回る。

このため、米国では、ESGにフォーカスした上場投資信託（ETF）投資の資産額は拡大していない。世界最大のETF運用会社であるブラックロックのS&P500連動型ETF（iShares Core S&P 500 ETF）の資産額は15兆円だが、ESG指数連動型ETF（iShares MSCI USA ESG Select ETF）のそれは700億円と小さい（2017年10月末現在）。無論、長期的な投資収益率は、前者が相対的に高い。

---

一方で、ESGによって、高い投資収益率が得られるという研究も数多く存在する<sup>(注4)</sup>。一見矛盾するようだが、ESGパフォーマンスのトレードオフとESG投資の良好なパフォーマンス結果は、両立しうる。

一般的なアクティブ運用にも当てはまることだが、資産規模の小さいファンドは流動性の制約が小さいため、指数を上回る投資収益率を実現することは相対的に容易である。よって、規模の小さいESG投資ファンドが良好なパフォーマンスを実現することは大いにあり得る。しかし、資産規模が大きくなれば、アクティブ運用の効果は低下せざるを得ない。

米国の公募投信資産額の上位はバンガードが運用するインデックス・ファンドである。現実の運用の世界で、ESGを有力な投資戦略として大きな資産を集め、かつ、良好な投資収益率を達成しているファンドは見当たらない。

### ■ 3. 高まるパッシブ運用の優位性

ESG投資を含むアクティブ運用が株価指数を超える投資収益率を実現するのは困難である。このことは、理論的に証明されており、効率的市場仮説と呼ばれる。

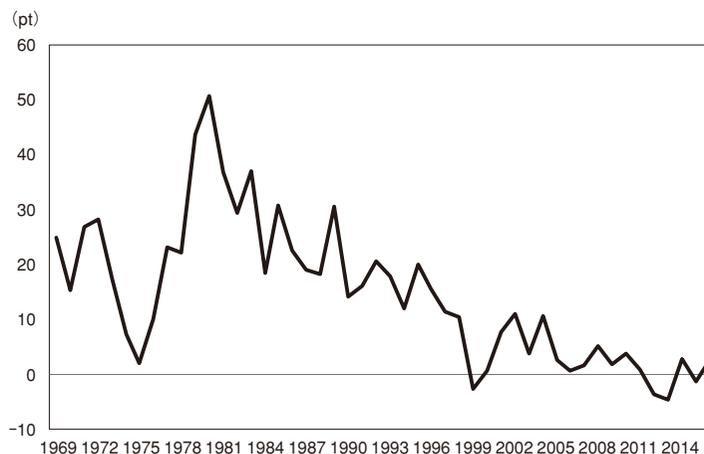
かつては、プロの投資家と一般の個人投資家の間には、大きな情報格差があった。その情報格差や情報の分析力の格差が、プロの投資家の良好な運用成績を生む要素であったと考えられる。しかし、21世紀に入って、情報開示規制の強化、ITの発達などにより、個人投資家と機関投資家の間で、情報格差がなくなりつつある。

一方で、プロの投資家が扱う運用資産は大きいため、自らの売買によって、株価を動かしてしまうことが多い。特に、成長性は高いものの流動性の低い小型株投資においては不利である。このため、運用資産が大きくなるほど、機関投資家の相対株価は悪化することがある。

さらに、アクティブ・ファンドは、経費率がインデックス・ファンドに比べて高い。米国では、株式投信の経費率は0.6%（資産加重平均）、インデックス株式投信の場合、0.09%と低い（2016年）。つまり、経費率だけで、投資収益率は、10年間で約5%もの差がつく。当然、これはESG投資にも当てはまる。

結果として、過去10年間（2016年末）に、S&P500をベンチマークとする米国株式投信（アクティブ運用）のうち、全体の85%のファンドの投資収益率が指数を下回っている<sup>(注5)</sup>。過去15年間では92%が下回っている。つまり、プロの運用者のほとんどは付加価値を生んでいない。

(図表 2) バークシャー・ハサウェイのパフォーマンス (対S&P500) 推移 (時価ベース)



(注) 5年間移動平均。S&P500は、配当込。

(出所) バークシャー・ハサウェイ

世界最高の投資家と誉れの高いウォーレン・バフェットですら、近年、相対パフォーマンスが悪化している。バフェットが運用するバークシャー・ハサウェイの相対投資収益率は、1980年前後をピークに低下傾向にある。

その結果、米国では、アクティブ運用の資産が流出する一方、パッシブ運用に資金が流入している。2007年から2016年にかけて、国内のパッシブ型株式投信とETFに約150兆円の資金（新規投資・配当の再投資含む）が流入し、国内のアクティブ型株式投信からは約120兆円の資金流出が起こった<sup>(注6)</sup>。株式投信の純資産に占めるパッシブ運用の割合は2000年の9%から2016年には25%へ上昇した。

PwCによると、世界の資産運用額のうち、2012年に、パッシブ運用11%、オルタナティブ運用（ヘッジファンドやベンチャーキャピタルファンドなど）10%であったが、2020年には、それぞれ、パッシブ運用22%、オルタナティブ運用13%に拡大すると言う<sup>(注7)</sup>。つまり、パッシブ運用と特徴のあるアクティブ運用が増加し、付加価値が低いアクティブ運用は減少している。

日本でもパッシブ化が進みつつある。GPIFの運用資産のうち77%はパッシブ運用である（2016年度）。また、日銀は年6兆円の株価指数連動ETFを買い付けている。また、個人型確定拠出年金（iDeCo）の投資対象はインデックス・ファンドが多い。

パッシブ化の進行によって、アクティブ運用が指数に勝つことが一段と困難になる。た

(図表 3) 世界のETF資産額上位10 (2017年11月末)

銘柄名	国	会社	純資産額 (億円)	経費率 (%)
1 SPDR S&P500 ETF	米国	ステート・ストリート・グローバル	283,552	0.09
2 iShares Core S&P 500 ETF	米国	ブラックロック	152,995	0.04
3 Vanguard Total Stock Market ETF	米国	バンガード・グループ	98,821	0.04
4 iShares MSCI EAFE ETF	米国	ブラックロック	90,981	0.33
5 Vanguard S&P 500 ETF	米国	バンガード・グループ	89,387	0.04
6 Vanguard FTSE Developed Markets ETF	米国	バンガード・グループ	73,302	0.07
7 Vanguard FTSE Emerging Markets ETF	米国	バンガード・グループ	72,303	0.14
8 PowerShares QQQ ETF	米国	インベスコ	65,449	0.20
9 iShares Core US Aggregate Bond ETF	米国	ブラックロック	57,540	0.05
10 iShares Russell 2000 ETF	米国	ブラックロック	50,992	0.20

(注) 1 ドル110円で換算。

(出所) ブルームバーグ

たとえば、東証株価指数は、東証一部上場2,037銘柄で構成される（2017年11月末現在）。これらには、流動性が著しく低い銘柄やアクティブ運用者が買わないようなファンダメンタルズが悪化した銘柄も含まれる。インデックス・ファンドはこれらを買上げるので、これらを保有していないアクティブ運用者にとって不利になることがある。

#### ■ 4. フィンテックがパッシブ化を進行させる

今後、フィンテック革命によって、資産運用の人工知能（AI）化が進むであろう。AIが囲碁や将棋で人間のトッププロに勝つ時代である。銀行や証券の販売員よりもロボアドバイザーの方が、低コストでより高度な投資アドバイスを提供できるようになるのは時間の問題である。

一般的なロボアドバイザーであれば、高コストの毎月分配型投信ではなく、コストが低いインデックス・ファンドやETFを推奨する確率が高まるであろう。フィンテック時代には、スマートフォンで、ロボアドバイザーを使いこなすことが一般的になると予想される。その結果、フィンテック革命はパッシブ化を促進するであろう。

コストが安く、売買の利便性が高いETFは、個別株式や投信の市場シェアを奪って、代表的な投資対象になった。世界のETFの残高は約385兆円（10年前は約65兆円）と急増している。一般的な投信などと比較して、ETFの最大のメリットは、コストが低いことである。ETFは、オンライン証券でも売買できるため、売買手数料はたいへん低い。加

---

えて、運用報酬なども低い。

## ■ 5. 上場メリットの低下とユニコーンの台頭

上場する目的の一つとして、資金調達が挙げられる。ところが、低金利による金余りで、プライベートエクイティ（PE）投資が急増し、非上場のまま大型の資金調達が可能になっている。このため、上場メリットが低下している。

PEファンドの運用資産が約280兆円（2.5兆ドル、2016年6月末、出所：Preqin）、投資待機資金（ドライパウダー）が約90兆円（8,200億ドル）と史上最高を更新している。ソフトバンクが、ソフトバンク・ビジョン・ファンド（資産10.4兆円）を立ち上げるなど、資金流入が加速している。そして、ベンチャーキャピタル（VC）ファンドの出口戦略としても、株式公開より、売却が一般的になっている。

未上場企業ながらも企業価値が1,000億円を超えるような巨大企業ユニコーンが誕生している。配車アプリ最大手のウーバーが企業価値では世界1位であり、企業価値は7兆円を超すと推計される。中国最大手の滴滴出行が世界2位、宿泊紹介サイトのエアビーアンドビーが世界5位である。

## ■ 6. 上場企業の開示負担の高まりと上場企業数の減少

世界的に、開示規制の強化によって上場コストが高まっている。米国上場企業数は、1996年の8,090社から2016年の4,331社と、過去20年で半減している。企業不祥事やリーマン・ショックの影響で、2002年のサーベンス・オクスレー法、2010年のドッド・フランク法などが制定され、上場企業に対する情報開示の規制強化が進んでいる。SECに提出が求められる報告書（10-K）の文字数は、1996年から2013年に倍増している（注8）。なお、SECに登録している日本企業の平均監査報酬額は11億円、登録していない日本企業は5,400万円と約20倍の差があり、米国での上場コストが非常に大きいことが分かる（注9）。

日本では、2007年度ピークの3,897社まで上場企業数は増加した。しかし、リーマン・ショック後、2013年度の3,525社まで減少し、その後、2016年度の3,636社まで微増の状況にある。

財務情報を補完するため、非財務情報の開示の充実化が図られてきた。「コーポレート・ガバナンスの状況」の平均文字数は、2003年度の1,160から2012年度の7,905と約7倍増

---

えている<sup>(注10)</sup>。2006年に金融商品取引法として成立し、2009年3月期より、内部統制報告書の作成・提出が義務付けられ、また、年2回の開示から、四半期報告書制度が導入された。

東証では、2003年3月期の決算短信より、コーポレート・ガバナンスに関する開示を義務付けており、2006年に、コーポレート・ガバナンス報告書を制度化した。2010年3月より、有価証券報告書の「コーポレート・ガバナンスの状況」において、役員報酬（1億円以上の開示）、株式保有の状況、コーポレート・ガバナンス体制について開示情報の充実化が図られ、臨時報告書で、議決権行使結果の開示が求められることになった。さらに、2015年にCGコードを制定した。

2009年3月期より、監査法人による内部統制監査及び四半期レビューが導入されたことで、監査報酬が大幅に増加した。2008年度（3月期決算企業）の平均監査報酬額は、5,711万円と前年比85%増となった<sup>(注11)</sup>。2015年度については、監査報酬額は6,152万円である（上場企業平均）。また、IFRS適用企業は3.0億円、日本基準適用企業は4,867万円と、IFRS任意適用もコスト増要因となっている。

金融庁は、日本版ステュワードシップ・コードを策定し、エンゲージメントを後押しするとともに、機関投資家が投資先企業のESG要因も含めた非財務面も把握するよう促進している。また、コーポレートガバナンス・コードにおいても、上場会社に対し、持続的成長と中長期的な企業価値創出のために、ESG問題への積極的・能動的な対応を行うよう原則に掲げている。

## ■ 7. 強まるエンゲージメントとアクティビスト活動

議決権行使が活発化しており、業績が芳しくない企業の経営者に対する圧力が高まっている。2014年に公表された伊藤レポート（「持続的成長への競争力とインセンティブ—企業と投資家の望ましい関係構築」最終報告書）により、ROEに対する注目が集まった<sup>(注12)</sup>。伊藤レポートでは、最低限8%を上回るROEを達成すべきであり、8%を上回っている企業はそれ以上を目指すべきであると提言する。

実際、ROEが長期的に5%に達しない経営者の取締役再任に対して、選任反対の比率が高まっている。議決権行使アドバイザーのISSは、日本独自の基準として、過去5期平均のROEが5%を下回り、かつ改善傾向（直近5%以上）にない場合、企業の経営トップの反対を推奨している。

---

最近では、旧村上ファンド出身者が運用するエフィッシモ・キャピタル・マネジメント、ストラテジックキャピタルがアクティビスト活動を行っている。エフィッシモは、これまで、株主提案、TOB、株主総会決議無効確認訴訟、経営統合反対、融資行為の差し止め請求などを投資先企業に対して行っている。

東芝は、2017年11月に、第三者割当による6,000億円の増資を発表した。割当先は、約60社であり、エフィッシモ、サード・ポイント、グリーンライト・キャピタルなど、アクティビストも名を連ねる。エフィッシモは、2017年11月10日時点で、東芝の9.89%を保有しており、増資後は筆頭株主（11.3%）になる。

旧村上ファンド系のアクティビストファンドは、2017年の株主総会で、黒田電気の社外取締役選任の株主提案を実施した。これに対して、米国の議決権助言会社ISSが賛成を推奨し、株主提案は可決された。そして、KMホールディング（MBKパートナーズの子会社）が、TOBと自社株取得により、黒田電気を完全子会社化する予定である。

## ■ 8. フィンテック時代の情報開示の在り方

近年、投資家が企業に圧力を加える風潮は加速しつつある。これらが、上場企業のコストを高め、結果として、上場企業数の減少につながる事が考えられる。

一般のアクティブ運用において、銘柄選択の基準として環境、社会、ガバナンス（つまり、ESG）が重要である。よって、一般のアクティブ運用とESG投資を区別することの必要性も乏しい。つまり、ESGの概念を広く捉えれば、ESG投資という概念が消えてなくなるはずである。

上場企業の情報開示が重要であることは議論の余地がない。しかし、アクティブ運用の有効性が低下する中で、多くの上場企業が膨大なページ数の統合報告書を作成する必要性は低下する。フィンテック時代を迎えて、アクティブ運用が減少する中で、「分厚いIRレポートをだれが読むのか？それは役に立つのか？」という疑問がある。

フィンテック・AI時代には、AIが分厚いIRレポートを執筆し、AIがそれを読みこなす時代がやってくることだろう。パッシブ運用主流の時代に、多額のコストをかけて膨大な情報開示をすることが、どこまで意味があるのか、という検討は重要である。

結論として、米国同様、日本でも、パッシブ運用優位の傾向は強まり、ESG投資がメインストリームになる可能性は低い。ESG投資と情報開示は重要であるが、それに関わるコストや副作用を十分に検討し、バランスの取れた議論が展開されることが期待される。

- 
- (注1) Zoltán Nagy, Altaf Kassam, Linda-Eling Lee, “Can ESG add alpha? An Analysis of ESG Tilt and Momentum Strategies”, June 2015, p.3
- (注2) Stuart Ames and Lauren Caplan, “ESG and your institution : doing well by doing good”, Commonfund, 2013
- (注3) Northern Trust, “Doing Good and Doing Well-How Quality Can Enhance Your ESG Strategy”, Line of Sight, February 2014
- (注4) Gunnar Friede, Timo Busch & Alexander Bassen, “ESG and financial performance : aggregated”, Journal of Sustainable Finance & Investment, 5 : 4, 2015 pp. 210 – 233
- (注5) Aye M. Soe and Ryan Poirier, “FRSPIVA® U.S. Scorecard”, S&P Dow Jones Indices, Year-end-2016, p.8
- (注6) ICI, “2017 Investment Company Fact Book”, April 2017, p.46
- (注7) PwC 「アセットマネジメント2020 資産運用業界の展望」(2014年12月) 27～29ページ参照。
- (注8) Travis Dyer, Mark H. Lang and Lorien Sice-Lawrence, “The Evolution of 10-K Textual Disclosure : Evidence from Latent Dirichlet Allocation”, Journal of Accounting & Economics (JAE), Forthcoming, August 2017
- (注9) 監査人・監査報酬問題研究会 「2017 年版上場企業監査人・監査報酬実態調査報告書」(2017年3月31日) 5頁参照。
- (注10) 野田健太郎 「有価証券報告書における定性情報の分析と活用—リスクの多様化にともなう望ましい対話のあり方—」(経済経営研究Vol 37, No.1日本政策投資銀行設備投資研究所、2016年) 5、11頁参照。
- (注11) 監査人・監査報酬問題研究会 「2015年版上場企業監査人・監査報酬実態調査報告書」(2015年2月27日) 6頁参照。
- (注12) 経済産業省 「「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」プロジェクト (伊藤レポート) 最終報告書」(2014年8月6日)

