

ESG投資の岐路



高崎経済大学 学長

水口 剛

1. はじめに一本稿の問題意識

ここ数年、ESG投資やサステナブルファイナンスという考え方は急速に広まり、いわば市民権を得てきたと言ってよいだろう。一方で、今でもESG投資に懐疑的な意見はあり、中にはESG投資という考え方が広まることはかえって有害だと、強い言葉で批判する人もいる。社会が大きく転換しようとするとき、従来の枠組みの中で実績を築いてきた専門家ほど、新しい概念への拒絶反応を示すことは多い。だが、その批判の中に重要な論点が含まれていることも考えられる。実際、彼らの批判には、ESG投資とは何なのかという本質論と関わるものもある。その批判にどう答えるのか、いま私たちは今後のESG投資の方向性を決める岐路に立っているのかもしれない。そこで本稿では、代表的な批判を取り上げることで、ESG投資の意味を改めて考えてみることにしたい。

2. ESG投資の到達点

最初にESG投資ないしサステナブルファイナンスがどこまで広がったのか、現状の到達点を概観しておこう（注1）。

(1) 資金規模の拡大と多様なイニシアティブ

ESG投資は2006年の責任投資原則（PRI）の公表を機に拡大した。PRIへの署名機関は2021年3月時点で4,800を超え（注2）、その資

目次

1. はじめに一本稿の問題意識
2. ESG投資の到達点
3. ESG投資懐疑論
4. ESG投資概念の再確認
5. ESG投資方法論の再構築

産総額は100兆ドルを超えと言われる。またグローバル・サステナブル投資連合(GSIA)が2021年に公表した『グローバル・サステナブル投資レビュー2020^(注3)』によれば、世界全体のサステナブル投資残高は2020年時点で35.3兆ドルにのぼる。

機関投資家によるイニシアティブも盛んである。たとえば気候変動に大きな影響を持つ世界の企業167社を対象にエンゲージメントを行うClimate Action100+には総額65兆ドルの資金を擁する615の機関投資家が参加している^(注4)。また2050年までにポートフォリオからの温室効果ガス排出をネットゼロにすることを約束するアセットオーナーの連合体としてNet Zero Asset Owner Allianceが2019年に設立され、2020年には運用機関の連合体であるNet Zero Asset Managers Initiativeが、2021年には銀行の連合体であるNet Zero Banking Allianceができた。さらに同年、これらを統合する形でGlasgow Financial Alliance for Net Zero (GFANZ)も設立された。

気候変動問題だけでなく、畜産における抗生物質の使用等をテーマにしたFarm Animal Investment Risk & Return (FAIRR) や、栄養問題をテーマにしたAccess To Nutrition Initiative (ATNI) など、投資家に関わる多様なイニシアティブが生まれている。

(2) ESG債の発展

ESG投資は当初、株式投資を前提に始まっ

たが、その後、債券や不動産など、あらゆる資産クラスでESG要因を考慮することが求められるようになった。その中で債券発行の際に資金用途をグリーン事業に限定するグリーンボンドが考案され、2014年に国際資本市場協会(ICMA)が最初のグリーンボンド原則を公表した。日本では環境省が2017年にグリーンボンド原則と整合性のあるグリーンボンドガイドラインを公表し、普及に取り組んできた。一方、ローン市場協会(LMA)などは、この考え方を融資の分野に応用してグリーンローン原則を公表し、銀行融資によるグリーン事業の推進に道を開いた。またグリーン事業だけでなく、社会課題解決のための資金調達を目的にソーシャルボンドやソーシャルローンという考え方も生まれた。

さらに、資金用途を限定しない代わりに、一定の野心的な目標(Sustainable Performance Target:SPT)を達成することを約束して資金調達するサステナビリティ・リンク・ボンドとサステナビリティ・リンク・ローンが登場し、選択肢が広がった。日本では環境省が2020年のグリーンボンドガイドライン改訂にあわせてグリーンローンおよびサステナビリティ・リンク・ローンガイドラインを公表した。

気候変動に関してはネットゼロに向けて着実に構造転換を図っていくことが重要なことから、ICMAは2020年12月にクライメイト・トランジション・ファイナンス・ハンドブックを公表し、トランジション・ファイナンスとい

う考え方を提起した。日本では経済産業省、環境省、金融庁が連名で2021年5月にクライメイト・トランジション・ファイナンスに関する基本指針を公表した。トランジション・ファイナンスでは資金の用途だけでなく、いかにパリ協定と整合性をもって移行を進めるかというトランジション戦略が重要となる。そこで経済産業省は業種分野別の技術ロードマップの策定に取り組み、すでに鉄鋼分野、化学分野、電力分野のロードマップを公表した。

(3) 政策的推進

PRIの策定には国連が関与したが、その後、ESG投資やサステナブルファイナンスは民間中心に発展してきた。しかしEUはこれを政策的に推進する姿勢を示し、ハイレベル専門家グループの最終報告書を受けて、2018年にサステナブルファイナンス推進のアクションプランを公表した。その後、サステナブルな事業を定義するEUタクソノミーの策定を中心に、企業の情報開示を強化する企業サステナビリティ報告指令(CSRD)、金融機関に対するサステナブルファイナンス開示規則(SFDR)へと取り組みを進めている。

日本では2021年に金融庁がサステナブルファイナンス有識者会議を設置し、同年6月に最初の報告書を公表した。

(4) 非財務情報開示の進展

従来からGRI、IIRC、SASBなどがサステナビリティ報告や統合報告などの国際的な基準

やフレームワークを提案してきた。2017年には気候関連財務情報開示タスクフォース(TCFD)が最終報告書を公表し、気候変動に関するガバナンス、戦略、リスク管理、指標と目標などを主流の財務報告の中で開示すべきことを提唱した。日本では2021年にコーポレートガバナンス・コードが改訂され、プライム市場上場企業に対してTCFDと同等の開示を求めることとなった。2021年11月にはIFRS財団が国際会計基準審議会(IASB)と並んで国際サステナビリティ基準審議会(ISSB)を設立することを発表し、サステナビリティ情報開示の国際基準策定に向けた議論が始まった。

3. ESG投資懷疑論

ESG投資への批判にはさまざまな角度のものがあり、最近ではいわゆるグリーンウォッシュやESGウォッシュに対する批判も多い。だがそのような批判の多くは、ESG投資の意義自体は認めた上で、だからこそESGウォッシュを問題視するという立場であるのに対して、ESG投資そのものに否定的な立場もある。ここでは後者の立場の代表的な見解として、ニューヨーク大学のファイナンス論教授であるアシュワース・ダモダラン(Aswath Damodaran)が2021年9月にブログに掲載した記事^(注5)を取り上げたい。この記事はその後ブルームバーグをはじめ多くのサイトに転載され、日本でも紹介された^(注6)。

記事の冒頭でダモダランは、「ESGを見れ

ば見るほど、そこには何もないと確信するようになった」と述べている。そして「ESGは、単に企業と投資家のコスト増になる間違いというだけでなく、社会に害をもたらす」とまで言う。なぜそこまで批判的なのか。ブログでの主な主張は以下のように要約できる。

(1) ESGスコアの限界

ESGの議論の出発点は、経営者が目標にし、投資家が投資判断に使えるような企業の「良さ (goodness)」が測れるという前提にある。そしてそのような企業と投資家の要請に応じて企業の環境面や社会面を評価したと主張する多くのESGスコアやESGレーティングが出現した。しかし複数のESGスコアの間の相関は低く、「良さ」をどのように測定するかについてのコンセンサスがあるようには見えない。

その理由はESGスコアがまだ発展途上だからであって、時間がたてば、信用格付けと同様にやがて収れんしていくとの見方もあるが、それは信用格付けとESGスコアの本質的な違いを見落とした誤りである。信用格付けは実際に生じるデフォルトという事象によって事後的に検証し、評価方法を修正することができるが、ESGスコアは何を良いことと考えるかという価値観に依存しており、その価値観は人によって異なる。たとえば年齢によっても環境課題や社会課題に関する優先順位が異なっている。

しかも実際のESGスコアをみると、企業規模や立地によってスコアに差があることがわか

る。すなわち中小企業より大企業の方が、途上国より先進国の企業の方が、ESGスコアは高い。実際に大企業の方がより良い企業である可能性もあるが、むしろ大企業の方が「ESGスコアゲーム」を上手くこなすための資金や人材が多だけという可能性も高い。また、現実の問題を隠し、評価を上げるために情報開示の拡大という戦術がとられている可能性もある。ESG投資関係者は情報開示の充実がより良い企業行動を導いていると主張するが、単に企業がゲームの仕方を学んだだけかもしれない。

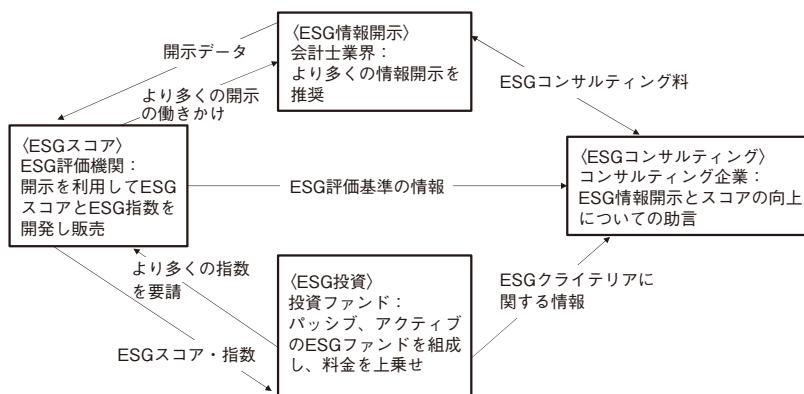
(2) ESG投資と投資利益の関係

ESG投資家の主張が、「環境面・社会面でよい企業ほど企業価値が高まる」ということであるなら、なぜ私たちはESGを必要とするのか。かつてミルトン・フリードマンが述べたように、企業はモラルのためでなく、収益性と企業価値のためなら「良いこと」をする。本当に企業価値が高まるなら、あえてESGを主張する必要はないのではないか。

実際には、化石燃料からの脱却がリスクを下げるということ以外、ESGが企業価値を高めるという実証的証拠は弱い。ESGと企業収益の間に相関があるとしても、ESGへの取り組みが収益の向上につながるのか、逆に収益力のある企業がESGスコアを高めるように行動できるだけなのかという因果関係は定かでない。

ESGが企業価値を高めるという証拠が弱ければ、ESG要因を投資判断に組み込むことで投資のリターンが高まるという主張の根拠も

(図表) ESG投資の互惠サークル



(出典) Aswath Damodaran (2021), ESG Movement : The ‘Goodness’ Gravy Train Rolls on! の図を基に筆者が要約して翻訳。

弱くなる。加えて、いかに企業価値との関係が明白な変数であっても、投資で超過リターンを得るためには、それがすでに株価に織り込まれているかどうかを考慮する必要がある。高い管理能力や成長性があっても、それがすでに株価に反映されているなら、投資によって超過リターンを得ることはできない。したがってESG投資が投資利益を高めるかは、ESGスコアの高さが企業価値につながるかどうかだけでなく、市場がそれを株価に織り込み済みかどうかにも依存する。

仮にESGが企業価値に関わるとしても、株価に正しく反映されていればそこに超過利益は生まれない。しかし市場がESG要因を過大評価していたり、過小評価していたりする場合には、ミスプライスの是正の過程で超過損失や超過利益が生じ得る。その意味で、ESGスコアと投資利益の関係には、市場における価格付けの状況などの複合的な要因が含まれており、

両者の関係を表面的に実証分析しただけでは意味のある結論を引き出せるとは思えない。

(3) 誰が儲けているのか

ESGが欠陥のある概念だとしたら、企業と投資家の双方で大きな推進力が働いていることをどう説明するのか。その答えは「誰が利益を得るのか」という問いの中にある。図表に示すように、非財務情報開示の推進者、ESG評価機関、投資ファンド、コンサルタントは相互依存関係の中で利益を得ている。では企業の経営者はなぜそれに反対しないのかと言えば、彼らにもメリットがあるからだ。「企業の責任はすべてのステークホルダーに価値を提供することだ」との主張が低業績に対する言い訳となり、株主への説明責任を回避しやすくなるというメリットである。

ESG評価機関やESGコンサルタントが墮落していると言いたいわけではない。彼らは、

他のすべての人と同じように、自己利益のために行動しているだけだ。ESGエコシステムの中にいる多くの人は、世界をより良くしたいという純粋な動機で活動しているものと思うが、ESGピラミッドの頂点にいる少数の人々にうまく使われているということに目を向けてほしい。

(4) ESG投資ブームの弊害

たとえ企業の善行が企業価値を高めたり、投資の超過リターンを生んだりしないとしても、それは結果として世界をより良くすることに役立つのではないか、企業に善行を求める投資に何か実害があるのか、という人もいる。だが短期的には害がなさそうに見えても、長期的に見れば弊害があると思う。ESG投資の流行は、企業経営者やファンドマネージャーに「製品価格は上げず、平均以上の投資リターンを生みながら、良いことをせよ」と要求することで、自らは行動せず、経営者やファンドマネージャーに行動をアウトソースするという安易な道を私たちに与えるものだからである。

ESGの流行の最大の問題は、人々に誤ったメッセージを送る点にある。企業が善行を行うことで企業価値が上がる、あるいは投資家が道徳的観点から投資に制約を加えつつ、同時に高い投資利回りを得られるというのは幻想だ。良いことをするというのは、本来、コストのかかることである。それを覚悟して行うべきであって、良いことをすると儲かるというメッセージは、有害だ。

若者がESGに魅力を感じる気持ちは理解できる。私たちは誰もが宗教や文化からくる道徳規範を持つし、その規範と一貫性のある行動をすべきだろう。だがそうだとすれば、自らの個人的な善の基準から出発すべきであって、価値判断をESG評価機関やファンドマネージャーに委ねるべきではない。

投資家として自らの価値観を投資判断に組み込むのは自由だが、少なくとも長期的には低いリターンを甘受する必要があることは理解すべきだ。消費者としても一貫性のある行動をとるべきだ。真夏にクーラーのきいた部屋で過ごしたり、毎年プライベートジェットでダボス会議に出席したりしながら、企業にだけ善行を求めるのは偽善だ。

■ 4. ESG投資概念の再確認

(1) SRIイメージからの脱却

このような批判を見ることで、懐疑派の人々がESG投資をどのようなものと理解しているかがわかる。この記事の記述には、GFANZなどの投資家イニシアティブの存在や、グリーンボンド等のESG債の動きなどは出てこない。もっぱらESGスコアとそれに基づいた投資先の選別（ポジティブスクリーニング）がイメージされている。ESG投資とは、投資にモラルを持ち込むことであり、しかも善行をすることが利益にもつながるという主張だと理解されている。

その上で、何を善行と考えるかは人によっ

て異なるし、善行を積むことはコストのかかることなので、コストを覚悟して行うべきだというのが主張の骨子である。また、投資家として企業に善行を求めるなら、自分の行動も改めるべきだとも言う。

これ自体はESG投資に対する表層的で偏った理解だと言わざるを得ないだろう。このことはダモダランがアメリカ人であることと関係があるかもしれない。アメリカでは1920年代からキリスト教教会が酒、タバコ、ギャンブルなどを投資先から除外する行動をとっており、1970年代には一部の公務員年金や大学のファンド等でも社会的責任投資（SRI）が行われるようになった。ESG投資の原型がSRIにあることは事実で、ESGのスコアリングやそれに基づく投資先の選別はSRIから引き継いだ方法論である。ダモダランの批判の背景には、投資の世界に正統なファイナンス理論とは相入れない倫理的価値観を持ち込むものという、かつてのSRIに対するある種の反感があるように思われる。

しかし、ESG投資が単に個人的な価値観やモラルに根差すものだというのは、誤解である。この古いSRIのイメージからは脱却する必要があるだろう。そのためにここで改めてESG投資とは何なのか、その概念を確認しておきたい。

（2）投資リスクと機会としてのESG課題

「善行は儲からない」というのは固定観念であろう。たとえば、最近、社会課題の解決に貢献した身近な例を1つ挙げるとすれば、

Zoom等に代表されるオンライン会議ツールがある。コロナ禍の中で外出できないという課題の解決に大いに役立った。場所や距離の制約を受けないことの利点が理解されると急速に普及し、大きな利益も生んだ。昔も今も、社会のニーズを的確につかんだ企業が利益をあげる事実是不変である。

気候変動が企業と金融市場に物理的リスクと移行リスクをもたらすことも、今では常識となった。洋上風力発電や電気自動車など、気候問題が事業機会になる場合があることも自明であろう。このように環境課題や社会課題に関わるリスクと機会を適切に考慮することがESG投資の1つの側面であり、単に「良いこと」を行う企業に投資するといったものではない。ダモダランが指摘する通り、それが投資における超過リターンを生むとは限らないが、それらの要因を無視して適切な投資判断は下せない。ESG要因の考慮が受託者責任の一部だと言われるのはそのためである。

もっとも、それだけならあえてESGと呼ぶなくてもよいのではないかと指摘には一理ある。従来、気候変動の物理的リスクや移行リスクが十分に理解されていなかったがゆえに、その点への注意を喚起したTCFDの功績は大きい。そのような知見が社会に十分浸透すれば、少なくとも気候リスクの考慮は普通の投資行動になるかもしれない。ただしダイナミックマテリアリティ^{（注7）}という言葉があるように、ESG課題は次々に新しいものが登場する。そういった視点を持ち続けると

いう意味で、ESG投資という用語には意味があるのではないか。

(3) 資本概念の拡張

ESG投資には個々のESGリスク・機会の考慮という論理を超えた側面もある。それがユニバーサルオーナーシップの概念である。資金規模が大きく、市場の大多数の銘柄に投資する投資家をユニバーサルオーナーという。彼らはいわば経済全体に投資しているので、個別銘柄におけるリスク・リターンだけを考えるわけにはいかない。むしろ経済全体の動向が長期的な投資成果に関わってくる。

すると、自らの投資が環境や社会に与える負の外部性が問題になる。投資行動の結果として気候変動が加速したり、経済格差が拡大したりすれば、それは良好な経済活動の基盤を毀損し、結局は自らの投資成果の悪化となって跳ね返ってくるからである。そこで、ポートフォリオの価値を守るために負の外部性を考慮して行動する必要がある。そのような考え方がユニバーサルオーナーシップである。これは、個々の投資先のリスク調整後リターンに着目する既存のファイナンス理論とは異なる論理である。

Lukomnik と Hawley は 近 著『Moving Beyond Modern Portfolio Theory』の中で、現代ポートフォリオ理論では市場のシステミックリスクに対処できないが、現実には多くの機関投資家がすでに環境や社会への影響を考慮した行動をしているとして、その論理をBeta

Activismと呼んでいる（注8）。これもユニバーサルオーナーシップと同様の考え方である。

注意すべきは、これが単に「善行を施す」といった行動ではない点である。この議論の本質は、資本概念の拡張にある。経済活動は貨幣資本だけでなく、自然資本や社会関係資本にも支えられている。それらの資本を守ることは経済活動の基盤を守ることになる。当然、負の外部性に対する認識は従来からあり、これまでは政府による規制や税制で対処すべきものと考えられてきた。政府の役割の重要性は変わらないが、複雑化、グローバル化した現代の環境・社会課題への対応には、政府の力だけでは十分でない。そこで自然資本や社会関係資本を守るという規範とメカニズムを、市場システムにも内在化させる必要がある。これがESG投資のもう1つの側面である。

■ 5. ESG投資方法論の再構築

一方で、ダモダランのESGスコアに対する批判には的を射た面がある。SRIイメージからの脱却と言いながら、この方法論の本質はSRI時代から変わっていないからである。

ESGスコアという手法は少なくとも1980年代からあった。当時は質問票を用いて環境や社会課題に関するクライテリア（評価項目）への回答を求め、個々の回答を点数化した上でウェイト付けをして合計点を出すという方法だった。その後、サステナビリティ情報の開示が進んだことで公開情報を利用するよう

になり、業種別のクライテリアやリスクウェイトを設けるなど、手法の精緻化は進んだが、その基本的な構造は変わらない。複数の評価項目による総合点方式である。それはダモダランの言う通り、総合的に見て「良い企業」を選ぶというコンセプトである。

この方法でも、企業がESG指数への採用を目指してスコアを上げようとするれば、全体的に取り組みは進むかもしれない。だが、良い点数を取るための「受験対策」に墮する可能性もある。先進国の大企業が有利だということもその通りであろう。何より、この方法は自然資本や社会関係資本へのインパクトを直接測定するものではなく、負の外部性が十分に減ることを担保しない。ESG投資がかつてのSRIと一線を画し、資本概念の拡張を論拠とするならば、具体的な手法の面でもSRIの延長から脱し、方法論を再構築すべきではないか。

その萌芽はすでにいくつもある。たとえば指標としての科学的根拠のある目標 (Science Based Target : SBT) の策定やインパクトレポートの公表を求める動き、特定のESG課題に焦点を絞ったイニシアティブやエンゲージメントなど、実質的なインパクトを重視した行動である。鍵を握るのは最終的な資金の出し手となる個人投資家や年金等の受益者だろう。彼らが、単にESGスコアを機械的に適用したESGファンドを選ぶのではなく、負の外部性を考慮してしっかりエンゲージメントする責任ある運用機関を選ぶだけの意思とリテラシーを持てるかどうか。

それによってESG投資が単に「儲かるビジネス」の1つで終わるか、真に環境・社会課題を解決するシステムになるかが左右される。これがESG投資の岐路である。

- (注1) ESG投資とサステナブルファイナンスという用語の解釈は人によって異なる。サステナブルファイナンスを間接金融まで含む広い概念と捉え、ESG投資をその一部と捉える見方と、サステナブルファイナンスはESG債等による資金調達に限定して考え、ESG投資をより広い概念と捉える見方があるが、本稿では両者を特に区別せずに用いている。
- (注2) PRIのウェブページより。<https://www.unpri.org> (2022年3月13日確認)。
- (注3) Global Sustainable Investment Alliance (2021), *Global Sustainable Investment Review 2020*.
- (注4) Climate Action100+のウェブサイトより。<https://www.climateaction100.org> (2022年3月13日確認)
- (注5) 2021年9月14日付の「ESG Movement : The 'Goodness' Gravy Train Rolls on!」と題したブログ。<https://aswathdamodaran.blogspot.com/2021/09/the-esg-movement-goodness-gravy-train.html> (2022年3月12日確認)。
- (注6) みずほ証券グローバル投資銀行部門シニアプライマリーアナリストの香月康伸氏が「市場雑感」と題したメールマガジンの2022年1月31日付の配信で紹介した。
- (注7) ダイナミックマテリアリティとは、企業活動が環境や社会に与える影響という意味で重要 (マテリアル) な事象は、時間とともに企業価値に対するマテリアリティへと転化するという考え方である。
- (注8) Jon Lukomnik and James P. Hawley (2021), *Moving Beyond Modern Portfolio Theory ? Investing That Matters*, Routledge.