

2021年10月14日

## ESG投資という困難な世界

ジョン・プレnder (John Plender)

世界には環境・社会・ガバナンス（ESG）問題を考慮に入れた投資商品に対する膨大な需要が間違いなく存在する。モーニングスターのデータによると、持続可能な（サステナブル）投資ファンドの運用資産総額は、2018年末から2021年半ばにかけて3倍に膨らみ、2.3兆ドルに達している。第26回国連気候変動枠組条約締約国会議（COP26）に向けて、世界中の政策立案者が低炭素社会への移行の加速化を模索するなか、投資家の関心はESG課題のうち環境関連に集中的に向けられている。

ここで問われるべきは、ESGミューチュアルファンドやESG上場投資信託（ETF）といった自称「サステナブル投資ファンド」の運用会社は、ESGについて投資家に約束したことを果たしているかということである。

疑念を抱くには理由がある。世界最大の資産運用会社ブラックロックでサステナブル投資部門責任者を務めていたタリク・ファンシー氏は、ESG関連商品の手数料が非ESGファンドより高く設定されていると指摘し、ESGを謳ったファンドは「マーケティングの仕掛け」にすぎないと公然と批判している。今では、ブラックロックで自分がやっていたことは世界を「危険な幻想」に陥れてしまった、そして、ESG投資が高い利益をもたらすという触れ込みは偽りであると考えている。

同じく衝撃的なのは、世界最大規模の年金基金でサステナブル投資の草分け的存在でもある年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）の経営委員長を務めていた平野英治氏がESG投資にバブルの兆候が見えると警告を発したことである。今年6月に行われたブルームバーグによるインタビューの中で、ESGは本当に儲かるのかといったことをどのような方法で分析するのか、また、どうやってESG投資を評価し、標準化を進めていくのかについて、GPIFとして検討する必要があると指摘した。

加えて、E S G投資全体がこの分野特有の方法論上の問題を抱えている。企業レベルでは、E S G問題に関する情報の報告基準が非常に細分化されており、より一貫性ある国際的枠組みを目指す取り組みが進められているものの、その進捗はあまりにも遅い。

これは由々しき問題である。世界の企業部門にとってきわめて大きなリスクとなっているからである。外部要因との関連において資本主義経済の評価システムに不備があること、つまり、環境への悪影響など、企業がより広範な社会にもたらすさまざまなコストが企業の最終損益には反映されていないことが、この問題を難しくする一因となっている。これらのコストは、企業の存続を脅かす可能性を秘めている。

ハーバード・ビジネス・スクールは「インパクト加重会計」というプロジェクトに取り組んでいるが、同プロジェクトは、多くの企業が自社の利益総額を上回る環境コストを生み出していることを明らかにした。外部性（外部への影響）のコストを反映させた場合、調査対象企業 1,694 社のうち 252 社 (15%) の利益が消失するほか、543 社 (32%) で利益が 25%以上減少する。

こうしたコストを企業の財務会計に還元させるべく、各国政府が規制導入に動くのはもはや不可避と思われる。そうなった場合、企業の利益が減少するだけでなく、バランスシート上の化石燃料関連資産の価値が大きく減損することになる。

各企業は、自社のビジネスモデルをより持続可能なものに転換するために必要なコストについて確かなデータを提供し、国連の持続可能な開発目標の達成に向けた取り組みをどこまで推し進めるかを示すべき立場にある。にもかかわらず、最近の調査で、『フォーブス』誌の「世界の有力企業 2000 社 (グローバル 2000)」リストに名を連ねる公開企業のうち、温室効果ガス排出量を実質ゼロ (ネットゼロ) にすることを何らかのかたちで約束しているのはわずか 5 分の 1 程度にとどまっていることが明らかになった。

また、コンサルティング会社の E Y が企業取締役 400 名を対象として最近実施した調査でも、E S G問題を検討するのはコンプライアンス、情報開示義務、株主からの圧力によってそうせざるを得ないからという回答が過半数を超えたことにも注目すべきである。重大な E S G情報の収集と開示に関する内部管理体制があると答えた取締役は、全体の 3 分の 1 程度にとどまった。

問題をさらに複雑にしているのが、インセンティブ構造上の不備である。コンサルティング会社のフューチャーゼロ (FutureZero) とクローズ・グループ・コンサルティング (CGC) が米証券取引委員会 (SEC) に提出した最近の報告書は、上場企業が役員インセンティブ報酬を設計する際に、企業の議決権行使勧誘書類に記載される温室効果ガス排出量もしくは二酸化炭素排出量の測定基準や削減目標が組み入れら

れた確率が 10%にも満たず、その一方で、上場企業の 90%において長期インセンティブ制度の最も長期のパフォーマンス評価対象期間が 3 年以下となっており、国連で約束した 2050 年ネットゼロ目標との間に大きな時間軸の乖離があると指摘している。

また、同報告書は、これらのインセンティブ制度が株主委任投票や「Say on Pay（役員報酬に対する株主投票）」において圧倒的多数で可決され、主要な資産保有者（米国とカナダそれぞれにおける最大の年金基金を含む）と世界最大規模の資産運用会社のほとんどによって承認されたものであることも指摘している。つまり、このようなインセンティブ構造は高炭素ビジネスモデルと切っても切り離せない関係にあり、ネットゼロ目標の達成を妨げているのである。

ファンドマネージャーの立場からすると、以上に述べたことは、将来の投資収益について非常に大きな不確実性があることを意味する。例えば、年金コンサルティング会社のマーサーがとりまとめた報告書は、石炭業界への投資の平均年間収益は 2015 年から 2050 年にかけて 18~74%減少する可能性があるとして予想している。再生可能エネルギー業界については、同期間に 6~54%増加すると見込まれている。

このような流れの中で、ファンドマネージャーは ESG 格付け機関を大いに頼ってきた。しかし、こうした格付けはさまざまに異なる方法を用いて、結局のところ主観的な判断に基づいて、はじき出されたものである。いかに奇妙なことになり得るかを示す極端な例を 1 つだけ紹介しよう。格付け機関 MSCI による ESG 格付けでは、現在、エクソンモービルが BBB（平均上位）に格付けされているが、製薬会社のモデルナの格付けは BB（平均と平均上位の間）となっている。

エクソンモービルは、これまで何十年もの間、気候変動科学を否定してきた企業であるのに対して、モデルナは新型コロナウイルス感染症ワクチンの提供におけるグローバルリーダーである。化石燃料業界が年に何百万人もの人々が早死にする一因となっているが、新型コロナウイルス感染症ワクチンは死亡を防いでいる。これらのことを踏まえて、この 2 つの企業が人々の健康と幸せに与える影響を対比させてみると、MSCI の格付けは異様である。ましてや、ファンドマネージャーがモデルナ株を売ってエクソンモービル株を買うという判断をした場合、エクソンモービルの ESG 格付けがさらに上昇するとなれば、なおさらである。

ESG の「S（社会）」については、何を対象とするかについて合意された定義が何ら存在せず、実態としては、労働基準、人権、ジェンダーと多様性に関する方針、健康と安全、地域社会との関係のほか、さまざまなことが含まれる。この分野においては、格付け機関の主観性がとりわけ深刻な問題となっている。マサチューセッツ工科大学スローン経営大学院の経済学教授らによる最近の論文では、ESG 格付け機関 6 社（KLD、サステナリティクス、ヴィジオ・アイリス、ロベコ SAM、アセット 4、MSCI）による格付けの不一致を精査し、特に人権と製品の安全性に関する測定基

準が機関によって大きく異なることが示された。

さらに、責任投資を推進する非営利組織シェアアクションが2020年に行った調査で、世界の大手資産運用会社75社のうち84%が人権侵害に関与している国が発行する債券への投資は行わないという方針を定めていないことが明らかになったことも、注目に値する。

「G（ガバナンス）」については、投資家の間で、良いガバナンスが価値創造に不可欠な要素であり、おそらくより重要なことに、価値破壊は悪いガバナンスが主な原因である場合が多いという認識が広がりつつある。言うまでもなく、日本においても、この認識はアベノミクスの重要な要素だったし、その結果として、コーポレート・ガバナンス・コードとスチュワードシップ・コードが制定された。しかし、依然として、主要市場でコーポレート・ガバナンスをめぐるスキャンダルが後を絶たず、日本では多くの企業が利益を株主に還元せず、現預金を抱え込む状況が続いている。

だとすれば、実態は惨憺たる状況である。加えて、ESG投資は市場全体を上回るリターンをもたらすのかという大きな問題も残っている。そうなることを示す決定的な証拠はない。ESG投資のリターンが市場全体より高いことが示されたとする調査結果もいくつかあるが、それはその業種に流れ込んだ資金量によるものかもしれない。

とはいえ、自然環境を乱用し、従業員の扱いがひどく、社会に悪影響をもたらすような企業は、いずれ規制されて利益を出せなくなるか、顧客に見捨てられるという常識的な主張もある。同様に、ESGアプローチは、カーボンプライシングの大幅な厳格化などの規制ショックによる業績への打撃を弱める可能性があるという見方もある。多くの機関投資家（おそらく大部分）は、脱炭素化のコストが市場に反映されていないと考えており、だとすれば、気候変動リスクを軽減し、イノベーションの機会を見いだすためにESG戦略が必要不可欠な要素となる。

株主行動主義の活動も明らかに効果を生み出しつつある。最も注目すべきはエクソンモービルで、今年取締役会人事で物言う株主が推薦する候補が選任された。世界で最も温室効果ガス排出量が多い企業100社に働きかける「クライメート・アクション100+」のような組織を通じて機関投資家が共同で圧力をかける動きも効果を出している。こうした行動は、大規模なグローバル投資家にとって特に有用である。ポートフォリオに含まれる一企業に起因する外部性が他のすべての企業にもコストとなって降りかかってくるからだ。投資先の企業に働きかけて、なるべく炭素集約的でないビジネスモデルへ移行させることは、ポートフォリオ全体にとって明らかに好ましいことである。世界3大運用会社（ブラックロック、バンガード、ステート・ストリート）の圧力によって、現在、大量の二酸化炭素を排出している大手企業の排出量が徐々に減少していることを示す説得力ある証拠がIESEビジネススクールの学者らに

よって示されたことも注目すべきことである。

しかし、こうした圧力が有意かつ持続的な影響を与えるようにするためには、政府や規制当局が炭素削減に厳格な姿勢で臨むことを説得力あるかたちで示し、化石燃料関連資産が上場企業から無頓着な未公開株式投資企業や新興市場の国有会社に移し替えられただけということにならないようにする必要があるだろう。

最後に、脱炭素を実現するためには、世界の資本ストックの大部分の廃止撤去を迅速に進め、化石燃料依存度の低い設備への投資に資金が振り向けられるようにする必要がある。これは、投資家のさらなる取り組みを後押しするような積極的なアプローチなしには実現しそうにない。政治的困難はとてつもなく大きいのが、実現できなかった場合の代償は、人々の暮らしと幸せにどういう影響が及ぶかという意味において地球を揺るがすほど大きく、とりわけCOP26の成否がその鍵を握っている。

以上

---

ジョン・プレnder (John Plender)

フィナンシャル・タイムズ紙 上級論説コラムニスト

本論文の原文は英語で、翻訳は経済広報センターが行いました。原文は下記参照。

URL: <https://en.kkc.or.jp/international-platform/20211014.html>

また、本論文に示された見解は、著者の見解であり、経済広報センターの立場を示すものではありません。

一般財団法人

**経済広報センター**

FAX: 03-6741-0032 E-mail: [platform@kkc.or.jp](mailto:platform@kkc.or.jp)