

サステナブル投資の基礎 シリーズ

サステナブル投資の手法

MUFG AM サステナブルインベストメント
岡本 卓万

サステナブル投資においては様々な投資手法が存在します。本稿では投資手法に着目した GSIA による分類を紹介します。地域によって主流となっている投資手法に違いがありますが、これはサステナブル投資の発展過程とかかわりがあります。

1. 投資手法によるサステナブル投資の分類

サステナブル 投資の手法には実に様々なものがあり、複数の手法が組み合わされることも珍しくありません。また、採用されることが多い投資手法は国・地域によっても異なることから、その理由を考えたいと思います。サステナブル投資手法の分類方法はいくつか考えられますが、ここではサステナブル投資の推進団体の一つである GSIA(Global Sustainable Investment Alliance) の分類定義に基づいて説明します。(図表1)

(図表 1)投資手法によるサステナブル投資の分類

	投資手法	概要
1	ネガティブ・スクリーニング (Negative/Exclusionary screening)	特定のESGの観点に基づき、一定の業種、企業、活動について投資対象から除外する 例) 酒、タバコ、ギャンブルの除外、宗教的理由での除外
2	規範に基づくスクリーニング (Norms-based screening)	国連、OECDなどが策定する国際的な規範の観点で最低限の基準を満たさない企業を投資対象から除外する 例) 児童労働、強制労働、規制が議論されている兵器
3	ポジティブ/ベストインクラス・スクリーニング (Positive/Best-in-class screening)	同業種の中で相対的にESG評価の高い業種、企業、活動を投資対象として組み入れる
4	ESGインテグレーション (ESG integration)	財務分析において、ESG要素を体系的かつ明示的に意思決定プロセスに組み入れる
5	サステナビリティ・テーマ投資 (Sustainability themed investing)	持続可能性に関する特定の資産やテーマに投資する 例) クリーンエネルギー、グリーンテクノロジー、持続可能な農業
6	インパクト投資 (Impact/Community investing)	社会問題や環境問題の解決や地域開発を目的とした投資
7	議決権・エンゲージメント (Corporate engagement and Shareholder action)	投資先企業との対話、議決権行使、株主提案の実施を通じて、ESGへの取り組みを促すなど企業行動に影響を与える

出所 GSIA, "Global Sustainable Investment Review 2020", より三菱 UFJ 信託銀行作成

1. ネガティブ・スクリーニング

ESG の観点から問題のある業種や銘柄を投資対象から除外する方法です。具体的な例としては、タバコやギャンブルといった事業にかかわる銘柄の除外があげられます。ネガティブ・スクリーニングの例としては、20 世紀に入って教会の資産運用において、教義に反する業種・銘柄を投資対象から外すことが行われたことが挙げられ、ESG 投資手法の中で最も古いものに属します。

宗教倫理的な動機から始まったネガティブ・スクリーニングですが、今では ESG の観点から問題のある企業を除外する手法が広く含まれます。例えば、気候変動問題を背景に、石炭火力発電、化石燃料といった業種が除外の対象になり、資金が引き上げられるダイベストメントなどはネガティブ・スクリーニングの一つの例だといえます。

2. 規範に基づくスクリーニング

国連のグローバルコンパクトや OECD ガイドラインのような国際的な規範に照らして、最低限の基準を満たさない企業を投資対象から除外する方法です。具体的には、規制が議論されている兵器の製造企業や、児童労働に加担する企業の除外などがあげられます。

ネガティブ・スクリーニングに似ていますが、世の中で一般に認められる基準を用いるのが規範に基づくスクリーニングだといえるでしょう。

3. ポジティブ/ベストインクラス・スクリーニング

前者の戦略とは逆に、ESG 評価の高い業種、企業を投資対象に組み入れる手法です。特にベストインクラスという手法では、同業種の中で相対的に ESG 評価の高い銘柄を選別してポートフォリオを構築します。この狙いは、ESG 評価の高い銘柄群を組み入れることで、ポートフォリオのリターンの改善やリスクの抑制に資することにあります。

4. ESG インテグレーション

投資判断において、ESG 要素の考慮を体系的かつ明示的に組み入れる手法です。

企業情報は大きく分けて、財務諸表等から得られる財務情報とそれ以外(経営理念、経営戦略、ガバナンスなど)から得られる非財務情報に分けられます。財務情報が主に過去の結果を示す情報であるのに対して、非財務情報は将来を予測するための情報が多く含まれます。長期投資家にとっては非財務情報の重要性が高いと考えられ、その中でも ESG 要素の重要性が増していると言えます。

また、ESG インテグレーションは、既存のアクティブ投資プロセスとの親和性が高いことも特徴です。ファンドマネジャーはこれまでも財務情報と非財務情報を投資判断に活用してきましたが、これに ESG 要素を加えることは、これまでのプロセスを大きく変えることなく実現可能だからです。

5. サステナビリティ・テーマ投資

サステナビリティ(持続可能性)に関する特定の業態やテーマに焦点を当てて投資するものです。代表的な例としては、グリーンボンドに特化したファンドがあげられます。

6. インパクト投資

社会問題解決を目的として投資を行い、社会的成果と投資リターンの両立を目指す投資です。社会的成果と投資リターン獲得とのそれぞれの目的にどの程度重点を置くかは様々です。上場株式を投資対象とするインパクト投資では、通常のアクティブ運用ファンドと同水準の超過収益獲得を狙うものが多く見られる一方、地域開発等を目的としたインパクト・ボンドでは、投資家に支払われるリターンが目的の達成度合いに依存するといったケースがあります。

7. 議決権・エンゲージメント

議決権行使やエンゲージメント(投資先との目的をもった対話)を通じて企業の ESG への取組みを促す投資家行動です。

日本版スチュワードシップ・コードでも議決権行使とエンゲージメントはスチュワードシップ責任を果たす重要な柱と位置付けられています。2020年3月にはそのスチュワードシップ・コードが改訂され、「投資家は ESG に関する課題を考慮する」ことが明記されるようになりました。

ESG 課題に着目した議決権行使とエンゲージメントは、アクティブ運用のみならずパッシブ運用においても重要な役割を果たします。パッシブ投資家たちは、総体として市場全体を輪切りにした部分を所有している状態です(ユニバーサルオーナー)。このような投資家にとっては、一部の企業が他を顧みず(例えば公害をまき散らすなどして)利益を上げて、それが環境・社会に悪影響を与え市場全体の利益が下がるようなことになると、ポートフォリオ全体ではパフォーマンスを引き下げてしまいます。このような現象を負の外部性といいます。

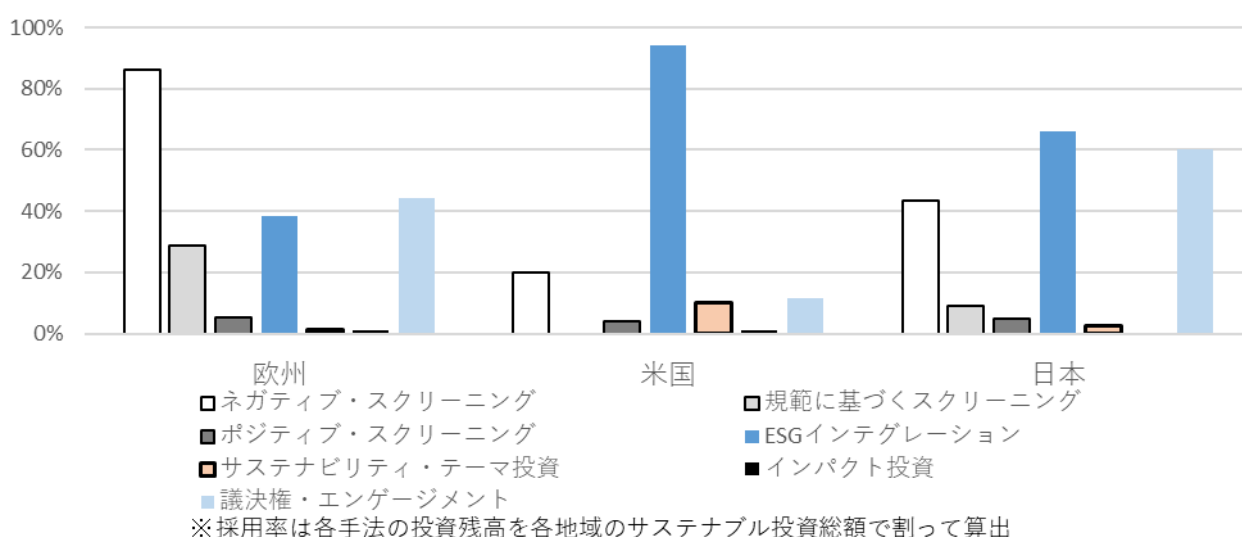
したがってユニバーサルオーナーたるパッシブ投資家にとって、ESG 課題に焦点を当てた企業とのエンゲージメントや議決権行使を行うことが、負の外部性を抑制し、市場全体のパフォーマンスを底上げする意味で重要になってきます。

2. 地域による投資手法の違い

どんなサステナブル投資の手法が好まれるかは、国・地域によって違いがあります。その違いが生じる要因にはサステナブル投資への考え方や歴史的経緯が関係しています。

図表 2 はサステナブル投資の手法の分布を日本、米国、欧州で比較したものです。既に述べた通り、一つのファンドで複数の手法が用いられているため、各手法の合計割合は 100%にはならないことをお断りしておきます。

(図表 2)地域別のサステナブル投資手法割合



出所 GSIA、"Global Sustainable Investment Review 2020"、より三菱 UFJ 信託銀行作成

欧州を見ると、ネガティブ・スクリーニングが圧倒的に多いことがわかります。欧州のサステナブル投資は歴史的に宗教的倫理観に根差しているためであると推察されます。ただしここ数年間でいいますと、インテグレーションや議決権・エンゲージメントの伸びが大きくなっています。

米国は、インテグレーションが非常に多いことが特徴です。サステナブル投資に対するパフォーマンス改善効果への期待が強いものと思われます。一方、エンゲージメント・議決権行使の採用率は低くとどまっています。エンゲージメント自体は盛んな国ですが、サステナビリティをテーマにしたエンゲージメントとはあまり多くないのかもしれませんが。

そして日本では、ESG インテグレーションの採用率が最も高く、続いて議決権・エンゲージメント、ネガティブ・スクリーニングとなっています。日本のサステナブル投資は、2015 年の GPIF(年金積立金管理運用独立行政法人)による「責任投資原則」への署名を境に急激に伸びてきました。その際、全く新たにサステナブル投資ファンドを組成するのではなく、実績のある既存のファンドの投資

戦略に対して ESG の考慮を組み入れるアプローチをとった結果インテグレーションが多くなったと考えられます。また、2014 年に導入された日本版スチュワードシップ・コード(注 4)において、スチュワードシップ責任を果たすための投資先への関与の手段として「目的をもった対話」(エンゲージメント)と議決権行使が掲げられ、多くの機関投資家が取り組みを強化した時期と重なったことも影響していると思われます。

(2023 年 4 月 26 日更新)

※ 本稿中で述べた意見、考察等は、筆者の個人的な見解であり、筆者が所属する組織の公式見解ではありません。

本資料について

- 本資料は、情報提供のみを目的としたものであり、特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における見解等であり、経済環境の変化や相場変動、年金制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがあります。また、記載されている推計計算の結果等につきましては、前提条件の設定方法によりその結果等が異なる場合がありますので、充分ご留意ください。
- 本資料は、当社が公に入手可能な情報に基づき作成したものです。その内容の正確性・完全性を保証するものではありません。施策の実行にあたっては、実際の会計処理・税務処理等につき、貴社顧問会計士・税理士等にご確認くださいようお願い申し上げます。
- 本資料の分析結果・シミュレーション等を利用したことにより生じた損害については、当社は一切責任を負いません。
- 本資料の著作権は三菱UFJ信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。

本資料に関するお問い合わせ先

三菱UFJ信託銀行株式会社

MUFG AM サステナブルインベストメント

[こちら](#)

