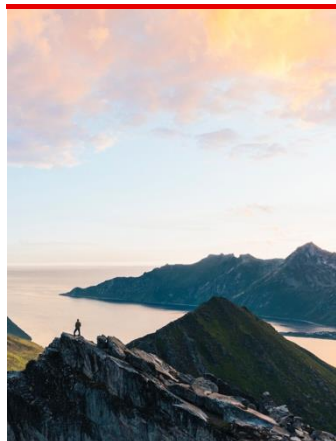




サステナブル投資の基礎 シリーズ その6 サステナブル投資手法の新定義

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するとともに、各投資手法の実務は進化しています。従来は GSIA による 7 つの投資手法定義が広く使われてきましたが、最近になり GSIA、PRI、CFA Institute の三者が協働し投資手法定義の見直しを実施しています。本稿では、新たな投資手法定義を解説するとともに、本邦アセットオーナーにとって各投資手法の採用についてどう考えるか議論します。

1. サステナブル投資手法の定義(GSIA)

GSIA(Global Sustainable Investment Alliance:世界持続可能投資連合)は、各国・地域のサステナブル投資残高の集計や取り組み啓蒙、政策提言などを行う SIF (サステナブル投資フォーラム)で構成されるグローバルネットワークです。隔年で世界のサステナブル投資残高の統計データを算出・公表しているのをご覧になったことのある方も多いのではないのでしょうか。

(図表 1)サステナブル投資手法の定義

投資手法	概要
ネガティブ・スクリーニング	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
規範に基づくスクリーニング	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
ポジティブ/ベストインクラス・スクリーニング	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
ESGインテグレーション	従来からの財務分析において、ESG要素を体系的かつ明示的に組み入れる
サステナビリティ・テーマ投資	サステナビリティ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
インパクト投資	社会問題や環境問題の解決を目的とする投資。典型的には非上場市場での投資が多い。恵まれない人々や、社会・環境目的を帯びた事業への地域開発投資を含む。
議決権・エンゲージメント	包括的なESGガイドラインによる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、企業行動に影響を与える。

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

図表1はその GSIA による投資手法の定義です。GSIA は 2012 年から、投資手法別にサステナブル投資残高の集計を行っていますが、現在も一般的な 7 つの投資手法定義は基本的には 2012 年の最初の報告書公表の時点から使われているものです

この 7 つの手法の定義を見て、「スクリーニング」という名称を含む投資手法が 3 つあることを不思議に思われた方は筆者だけではないと思います。「ネガティブ・スクリーニング」も「規範に基づくスクリーニング」も、何らかの基準で投資対象から除外するという点では同じです。「ポジティブ/ベストインクラス・スクリーニング」は投資対象に含めるという意味で異なりますが、とはいえ一定の基準で銘柄を投資対象に含めるものと含めないものに分ける方法という意味で、三つのスクリーニングは同じ投資手法としても良いように思われるのです。

GSIA も最初からそのことには気づいていたようで、2012 年のレポートで 3 つの投資手法を大きくくりにして投資におけるスクリーニングとして説明しています。あえて 3 つに分類した理由を考えると、サステナブル投資の歴史の中で、1900 年代の初めに投資における宗教的倫理観の考慮として始まったネガティブ・スクリーニング、1960 年代以降の社会運動を通じ企業倫理が問われるようになったことが国際的規範に発展したことで生まれた規範に基づくスクリーニング、1990 年代以降環境や社会の側面で優れた企業に焦点が当たり、投資のテーマとして広がったことに由来するポジティブ/ベストインクラス・スクリーニングと、投資アイデアとしては別々に生じてきたものであるからだと考えられます。とはいえ、こうした経緯を知らない人から見たら、ある投資除外のアイデアが 3 つの手法のどれに当たるのか、判別しにくい場面があるのも確かでしょう。

2. サステナブル投資手法の新定義

サステナブル投資が盛んになるにつれ、サステナブルファイナンス関連の様々な用語が盛んに使われるようになりましたが、これら用語の定義は統一されていなかったため混乱や誤解を引き起こす場面がありました。2021 年には IOSCO(証券監督者国際機構)が「世界の資産運用業界全体の一貫性を確保するため、責任投資手法に関連するものなど、サステナブルファイナンスに関連する共通の用語や定義を策定する」必要性を主張しました(注1)。

こうした動きを受けて、GSIA、PRI(Principles for Responsible Investment)、それから米国の証券アナリスト協会である CFA Institute の3団体は、サステナブル投資手法の用語定義の統一をはかり、2023年11月にこれを公表(注2)しました。単に投資手法の用語を定義したにとどまらず、各投資手法における必須要素を抽出し、それらについて解説することで、投資手法の中核概念を明確化しました。なお、これは投資手法を定義する概念を説明するものであり、投資商品のラベリングを行うものではありません。また、投資手法は相互に排他的なものではなく、実務的にはしばしば複数の投資手法が組み合わされて使用されるものであることにご留意ください。

(図表 2)サステナブル投資手法の新定義

投資手法	定義（下線と番号を付けた部分は必須要素）
スクリーニング	①定義された基準に基づく②ルールを適用して、③投資可否の決定を行うこと
インテグレーション	①リスク調整後リターンの向上を目的として、②投資分析及び投資意思決定プロセスにおいて③ESG要素を継続的に考慮すること
テーマ投資	①特定のトレンドを②捉えるように③資産を選択すること
スチュワードシップ	①投資家の権利と影響力を利用して、顧客や受益者の利益に関わる②共通の経済・社会・環境資産を含む全体的な長期的価値を保護・向上させること
インパクト投資	①経済的利益と共に、②ポジティブで測定可能な社会的・環境的インパクトを③生成することを④意図した投資

出所 CFA Institute, GSIA, PRI, "Definitions for Responsible Investment Approaches", より三菱 UFJ 信託銀行作成

図表2が新たに公表されたサステナブル投資手法の定義になります。従来の定義で三つに分かれていたスクリーニングが一つにまとめられました。新たな定義では、定義の文言がいくつかの必須要素で構成されるとともに、各必須要素についても詳しい解説がつけられることで、各投資手法の本質が理解できるように工夫がされています。以降では、各投資手法についてその必須要素とされた内容について、年金基金のようなアセットオーナーの立場から見たポイントを解説するとともにこれら投資手法がどのように活用できるか検討します。

スクリーニング

(図表3)スクリーニングの必須要素

定義（必須要素）	必須要素の解説（ポイント）
①定義された基準に基づく②ルールを適用して、③投資可否の決定を行うこと	①明確な定義(定性または定量)に基づく必要がある (例: 特定のESGスコアが一定以上、収益のX%がタバコ事業から得ている、・・・) ②ルールを設定するのは顧客、投資責任者、規制当局などである ③個々の銘柄の投資可否の決定において適用されるものであり、ポートフォリオ全体の基準を決めるものではない

出所 CFA Institute, GSIA, PRI, "Definitions for Responsible Investment Approaches", より三菱 UFJ 信託銀行作成

図表3にスクリーニングの必須要素について概要を示します。スクリーニングの必須要素は、①定義された基準、②ルールを適用、③投資可否の決定、の3つとされています。

要素①の解説で、明確な定義に基づきスクリーニングを行うことを要求しています。その都度ファンドマネジャーの裁量が入るなど恣意的な運営をしてはならないことを指しています。要素②の解説ではルールを設定できるのは誰かが示されています。顧客あるいは投資責任者(ファンドの投資を規定する者)であることが多いでしょうが、規制当局が示す基準に準拠することなどもあるでしょう。要素③は重要なポイントですが、スクリーニングは個々の銘柄の組み入れ可否の判断の際に使用するもので、ポートフォリオ全体として、一定の ESG 基準を適用するというような場合はスクリーニ

ングには該当しないことです。さらに③からわかることは、スクリーニングは個々の銘柄の組み入れ可否を決定するのみで、組入れ割合を決定することはありません。

【アセットオーナーにとってのスクリーニング手法の活用】

従来からの資産運用においてもスクリーニング手法は利用されてきました。パッシブ運用において、流動性に問題がある銘柄や、デフォルトリスクの高い銘柄をあらかじめ投資ユニバースから外すことや、アクティブ運用における、運用コンセプトにあった銘柄をあらかじめ絞り込んでおくプロセスです。

一方で、銘柄を除外することは投資ユニバースを狭めることに繋がるため、投資理論的に言えばリスク・リターンの最大化という目的に反する可能性が指摘されるにも関わらず、実用面での簡便さから、明らかにやった方が良くと考えられる場面に絞って使われる手法だといえるでしょう。これを踏まえて本邦のアセットオーナーにとってスクリーニングを活用するケースについて考えてみます。

サステナブル投資においては、例えばリスク管理の観点から ESG スコアが極端に悪い銘柄や企業行動規範を大きく逸脱している銘柄をあらかじめユニバースから除外する手法などが考えられます。これら銘柄はサステナビリティに関連した事故や不祥事が発生する可能性が高いことから、あらかじめ投資ユニバースから除外してしまうという考え方です。

インテグレーション

(図表 4)インテグレーションの必須要素

定義(必須要素)	必須要素の解説(ポイント)
①リスク調整後リターンの向上を目的として、②投資分析及び投資意思決定プロセスにおいて③ESG要素を継続的に考慮すること	①リスク・リターンにとって潜在的に重要であり、かつバリュエーションに十分反映されていないESG要素を考慮する必要がある ②投資分析の段階(財務分析、商圈分析、発行体分析、業界分析、シナリオ分析、回帰分析ほか)、及び投資意思決定(資産配分、銘柄選択、ポートフォリオ構築)の両方でESG要素を考慮することが求められる ③ESG要因は投資分析・意思決定に使用される様々な情報の一部であり、その関連度合いに応じてそのリスクと機会を特定・評価しその情報にウエイト付けする。これは投資プロセスの中で継続して行うものであり、一度きりのものではない

出所 CFA Institute, GSIA, PRI, "Definitions for Responsible Investment Approaches", より三菱 UFJ 信託銀行作成

インテグレーションは、伝統的な投資判断指標と併せて、非財務情報である ESG 要因も併せて考慮して企業を評価し、投資意思決定を行うものです。本邦では、スチュワードシップと並んでよく利用される手法といえるでしょう。

さて、今回インテグレーションの定義で、「リスク・リターンの向上を目的」とすることが明確化されました。また、必須要素の解説で、全ての ESG 要素を考慮するのではなく「リスク・リターンにとって潜在的に重要で」かつ「価値評価(バリュエーション)に十分に反映されていない」、ESG 要素を考慮する必要があることが明記されました。このことで、ESG インテグレーションは、単に ESG の良好

な銘柄に投資するのではなく、ESG 要素が将来のリスク・リターンにどのような影響を与えるかを吟味して投資することが明確になりました。

こうした定義とした背景には、サステナブル投資が受益者の利益の最大化を図るという受託者責任に反するのではないか、というアセットオーナーの疑念を払しょくする意図があったものと思われます。

要素②の解説では、ESG の考慮が、個々の銘柄の財務分析段階だけでなく、投資意思決定段階でも求められることも示されました(旧来の定義では財務分析段階での言及しかありませんでした)。

また、要素③の解説で、投資プロセスの中で ESG 要素の考慮は継続的に行う必要があることと同時に、ESG 要素が投資分析・意思決定に使用される情報の一部であることも明示されました。さらにインテグレーション手法は、他の要素に優先して ESG 要素を考慮することや、考慮した結果ポートフォリオが特定の特性を持つに至ることを示唆するものではないとしています。ESG 要素の考慮はあくまでもリスク・リターン向上を目的とすることにおいてであるからです。

【アセットオーナーにとってのインテグレーション手法の活用】

インテグレーションはサステナブル投資の中でも良く使われる手法です。特にサステナブル投資であると謳っていないファンドでも、企業評価や資産配分において ESG 要素がなんらかの形で考慮されているといっても良いでしょう。その意味では、年金基金は既に広くインテグレーション投資手法を組み入れているとも言えます。

今回、リスク・リターンの向上目的について明記されたことで、本邦のアセットオーナーにとって、インテグレーションはより取り組みやすくなったといえるでしょう。ただし、どのように ESG 要素を考慮するか、他の財務・非財務要素とどのように組み合わせて投資判断するかは運用のパフォーマンスに影響します。投資分析および投資意思決定のプロセスにおいてどのように ESG 要素を考慮しているか、アセットマネジャーの説明を良く吟味した上でファンドの組入れ判断を行う必要があります。

テーマ投資

テーマ投資とは、もともと特定のトレンドを想定し、これに関連して業容を拡大しそうな銘柄群に投資する手法です。選定されるトレンドとしては例えば、IT やフィンテックなどがあります。

(図表 5) テーマ投資の必須要素

定義(必須要素)	必須要素の解説(ポイント)
①特定のトレンドを②捉えるように③資産を選択すること	①ESGトレンドの例として気候変動や循環型経済への移行があげられるが、あわせて高齢化、都市化の進展、人口動態のトレンドを同時にとることもあろう ②テーマ投資により投資家は特定のトレンドへのエクスポージャーを増やすことができる。また投資先の分散や特定の経済リスクのヘッジのために特定のトレンドを捉えようとする投資家もいる ③テーマ投資とは、経済、テクノロジー、人口動態、文化、政治、環境、規制などの動的变化が投資のリスク・リターンをドライブであるという信念に基づきこれと強く関係する資産を選択する手法である

出所 CFA Institute, GSIA, PRI, "Definitions for Responsible Investment Approaches", より三菱 UFJ 信託銀行作成

サステナブル投資分野におけるテーマ投資では、①の解説にあるように、気候変動や循環型経済への移行といったトレンドに関する投資となります。また高齢化など社会的な動態をトレンドとするものもあります。2000 年前後にブームとなったエコファンドはサステナブル投資分野におけるテーマ投資の一つといえるでしょう。また、テーマ投資では複数のトレンドに同時に焦点を当てることも行われます。

要素②の解説はテーマ投資に対する投資家のニーズについてのものです。単純に考えれば、トレンドを捉えることで収益を獲得することですが、そのほかに投資先(収益源泉)の分散や特定の経済リスクのヘッジの目的でテーマ投資を利用するというニーズがあるとしています。トレンドは他の投資戦略と収益源泉が異なり分散投資効果が高いと考えられるからです。

【アセットオーナーにとってのテーマ投資の活用】

テーマ投資はその特性上、投資ユニバースが狭まる傾向があり、資産ベンチマークからの乖離が大きくなることから、コア資産として投資することは難しいと言えます。サテライト投資として考えるならば、上に述べた 2 つのニーズのどちらかに合致する者であれば、組入れ検討の対象になるでしょう。

スチュワードシップ

(図表 6) スチュワードシップ手法の必須要素

定義(必須要素)	必須要素の解説(ポイント)
①投資家の権利と影響力を利用して、顧客や受益者の利益に関わる②共通の経済・社会・環境資産を含む全体的な長期的価値を保護・向上させること	①投資先へのエンゲージメント、議決権行使、株主提案などの他、政策や法制への意見提供、これらを行うイニシアチブとの協働といった活動を含む ②全体的価値の概念は多面的で、個々の銘柄や委託資産だけではなくポートフォリオ全体の市場価値含む他、企業と経済の長期的価値創造能力、すべての経済を支える共通の環境資産・自然資産・知的資産・社会資産・組織的資産が含まれる

出所 CFA Institute, GSIA, PRI, "Definitions for Responsible Investment Approaches", より三菱 UFJ 信託銀行作成

従来からも、エンゲージメントや議決権行使といったスチュワードシップ活動は投資プロセスにおいて投資家の権利と影響力を行使するものとして活用されてきました。サステナブル投資におけるスチュワードシップは、その活動がエンゲージメントや議決権行使にとどまらず、政策や法制への意見提供や外部イニシアチブとの協働など、いわゆるパブリックエンゲージメントの領域にその活動が

広がるのが特徴です。サステナビリティの追求においては、幅広くステークホルダーを巻き込んで活動していくことが重要だからです。

また、「全体的な長期価値」の解説として、投資先である個々の銘柄や委託された資産の価値向上以外にも経済全体、あるいは経済を支える自然や社会的なものの価値を向上させることも含みます。これはユニバーサルオーナーの観点でスチュワードシップを捉え、広くサステナビリティを追求することが必須要素であると示されたものと言えるでしょう。このことは、アクティビストが行うような短期的なリターン向上を目論む株主権の行使とは一線を画する、サステナブル投資手法の特徴だといえるでしょう。

公的年金のような巨大なアセットオーナーはもちろんですが、企業年金のような小規模なアセットオーナーも似通った運用をしているわけで、これも総体的に見ればユニバーサルオーナーだということができます。その立場から見ると、②の要素はサステナビリティに関するスチュワードシップに求められる要素として、企業年金の運用にも求められるといえるのではないのでしょうか。

【アセットオーナーにとってのスチュワードシップ手法の活用】

アセットマネジャーのスチュワードシップ活動のモニタリングなど、従来から行っていたらと思う。サステナブル投資においては、ユニバーサルオーナーの視点から行うパッシブ運用におけるスチュワードシップ活動や、パブリックエンゲージメント領域における活動にも注目していただくと良いでしょう。

インパクト投資

(図表7)インパクト投資の必須要素

定義(必須要素)	必須要素の解説(ポイント)
①経済的利益と共に、②ポジティブで測定可能な社会的・環境的インパクトを③生成することを④意図した投資	①慈善活動との違い。なお、目標とする収益率については投資家に裁量権がある ②計測するインパクトの指標の例：追加的な再生可能電力、低価格の住宅戸数 ③投資家は資金の提供や影響力の行使を通じてインパクト実現をはかる。投資家の貢献あるいは役割を説明する「セオリーオブチェンジ」が必要 ④追求する意図を持った投資であること(結果を保証するものではない)

出所 CFA Institute, GSIA, PRI, "Definitions for Responsible Investment Approaches", より三菱 UFJ 信託銀行作成

これまで述べた4つの投資手法は、従来から行われていたものです(ただし新たにESG要素を考慮するとか、ユニバーサルオーナーの視点が入るなど、そのやり方は進化しています)。最後のインパクト投資だけは、従来からは行われてこなかったサステナブル投資にしかない投資手法ということになります。以下、解説します。

インパクト投資とは、投資リターンと並び社会的もしくは環境的インパクトを同時に生み出すことを意図する投資手法のことです。要素④の解説にあるように、当初からインパクトをもたらす「意図」を持っていることが要件で、(狙っていなかったが)結果的にインパクトが生じただけではインパクト

投資とは呼びません。追求するインパクトについては特定し測定することが求められます(要素②)し、インパクト生成に向けて投資家がどのように貢献するかも説明できなければなりません(要素③)。そして、インパクト投資は投資リターンを求めることが寄付行為のような慈善活動との違い(要素①)だとされています。

【アセットオーナーにとってのインパクト投資の活用】

本邦のアセットオーナーにとって、インパクト投資は経済的利益を犠牲にするとの印象から採用の対象になりにくいものと思われます。しかし、インパクト投資の中でも、他のアクティブファンドにそん色ないリターンを目指すものがあり、そのようなファンドであれば、その特徴ある投資スタイルによるリスク分散効果への期待と相まって、採用の遡上に上と考えられます。

まとめ

今回の投資手法定義に関するレポートは、一つのガイダンスであり、何かを義務付けるあるいは規制するような性格のものではありません。しかし、用語の定義が明確になることでサステナブル投資手法に関するアセットマネジャーやアセットオーナー相互間のコミュニケーションが明確で誤解のないものになり、結果として円滑になるものと期待できます。

アセットマネジャーにとっては、ファンドの説明に当たり、どのような投資手法を採用しているか、投資手法の必須要素に関するものを含めてどのような運用を行うのかを説明することで、投資の目的や内容をよりわかりやすく伝えることができると考えられます。

アセットオーナーにとっても、投資するファンドの選定に当たって、候補となるファンドが、どのような投資手法(およびその組み合わせ)を採用しているか、また各投資手法の中でどこに着目しているかを知ることで、ファンドのコンセプトや運用プロセスをよりよく理解することやファンド間の比較・検討を行うのに役立つと考えられます。

(2025 年 3 月 19 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。

注1:IOSCO(2021), “Recommendations on Sustainability-Related Practices, Policies, Procedures and Disclosure in Asset Management”, <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD688.pdf>

注2:CFA Institute, GSIA, PRI (2023), “Definitions for Responsible Investment Approaches”, <https://www.gsi-alliance.org/gsia-cfa-and-pri-publish-new-definitions-for-responsible-investment-approaches/>

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。

筆者紹介



岡本 卓万
サステナブルインベストメントスペシャリスト
MUFG AM サステナブルインベストメント

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](#)

