

CFA 協会ブログ

No.508

2021 年 1 月 8 日

「ESG と母性とアップルパイ？」7つの ESG 政策の疑問

“ESG, Motherhood, and Apple Pie”? Seven ESG Policy Questions

[ガウタム・ディングラ、PhD、CFA](#)

「Motherhood and apple pie」という慣用句があります。それは、「[アメリカ人の多くがとても良いもの、大切なものと考えているもの](#)」を表すときによく使われる慣用句です。時が経つにつれ、「国旗」や「野球」など、他の言葉がこの慣用句に付け加えられてきましたが、いずれもピッタリくるものはありませんでした。そして今、もう一つの候補ができました。「ESG」です。

環境・社会・ガバナンス(ESG)の分野での活動が好ましくない企業について、そのどこが悪いのだと主張する人がいるでしょうか？誰もいないのは明らかです。

しかし、投資においてはその答えはそれほど単純ではありません。投資家は ESG スコアの低い企業を避けたり、関与したりすべきなののでしょうか？そのようなアプローチの長所と短所は何でしょうか？そもそも誰が企業の ESG 活動を評価すべきなののでしょうか？すべての企業が「良い」企業であることは可能なのでしょうか？

これらは、投資家が ESG についてどのような立場にあるかを判断する際に考慮すべき質問の一つです。ここでは、投資家が自分たちに適した ESG 政策を立案するために7つの質問を取り上げています。

1. ESG 投資にパフォーマンス・ペナルティはあるのか？

懐疑論者は、ESG 制約があると、投資対象となる有価証券の数が減り、理論上、潜在的なパフォーマンス・ペナルティが発生すると考えています。この考えは理論的に正しく思えます。しかし、実際には大きな相殺要因があります。

- ほとんどの実証的証拠によると、ESG タイプの変数と企業の業績との間には正の相関があります。[159 の](#)

[研究の調査](#)によると、63%が正の相関を示し、22%が中立または混合、わずか 15%しか負の相関を示していないことがわかりました。

- [当社の調査](#)によると、長期的に ESG の実績を企業は、幅広い市場ベンチマークをわずかに上回っており、高 ESG ポートフォリオは低 ESG ポートフォリオよりもボラティリティが低いことが明らかになっています。
- また、強い ESG は高い品質とも関連していることがわかり、[より高いリターンと関連していること](#)もわかりました。
- ESG データは、企業の品質と価値の評価を向上させることで、よりよい意思決定を促すのに役立ちます。
- ESG には大きな勢いがありますが、その勢いがすぐに消えることはないでしょう。この追い風が持続する限り、ESG のパフォーマンスにポジティブな自己実現効果をもたらします。

以上から、ESG 投資でパフォーマンス・ペナルティが発生することへの懸念は誇張されてケースがあります。

2. ESG 投資は受託者責任と一致しているか？

ESG が受託者責任に抵触するかどうかについて、受託者が疑問を呈してきたのは不思議ではありません。一般的に言えば、受託者は受益者の最善の利益に基づいて意思決定をしなければいけません。この責任は ERISA 法で最も明確に説明されていますが、ERISA 法以外にも適用されます。

ここ数年、米国及び欧州政府は ESG に関するガイダンスを提供してきました。後者は一貫して ESG を支持しており、その実践を支持するだけでなく、ESG 要因を「考慮しない」ことは受託者の義務と矛盾すると宣言しています。

一方、米国は曖昧な態度を示しており、2 つの主要政党の見解の違いを反映しています。バラク・オバマ政権では、受益者の利益になる限り ESG 要因の考慮を認めていましたが、ドナルド・トランプ政権は ESG 要因に懐疑的でした。結局のところ、ESG 投資は政府の支援を受けずに独自の価値を確立するべきであり、それにより競争力のあるリターンを生み出すことを実証しなくてはならないという結論に至りました。

これまで示してきたように、ESG の基準を満たすことは、受託者責任との整合性を保つことにつながるという証拠が存在します。しかし、それはすなわち ESG インテグレーションを義務化すべきだということ意味するものではありません。

3. 企業は同業他社と比較して評価されるべきか、それともより広いユニバースと比較して評価されるべきか？

ESG の観点から、なにをもって「良い会社」とするかについては、コンセンサスがありません。エネルギー企業は、その製品が環境を汚染しているからといって、自動的に「悪」になるのでしょうか？その企業が自然エネルギーへの転換を具体的に計画しているとしたらどうでしょうか？原子力発電事業者は、炭素排出量が多くないから良いのか、福島原発事故のようなテールリスクがあるから悪いのでしょうか？フェイスブックは、カーボンニュートラルを公約に掲げているからエクソンより優れているのか、それともデータのプライバシーポリシーのせいで劣っているのでしょうか？

これらの質問の中には、投資家が投資のリスクと機会を理解するにつれて、ESG についての悩みが大きくなっていくことを反映しているものもあります。しかし、他の質問は、より根本的、または哲学的で深い探究心を必要とするものもあります。投資家は、どのような ESG の基準を用いて企

業を判断するのか、またその企業を業界と比較して評価するのか、あるいはより広いユニバースと比較して評価するのかを決定しなくてはなりません。

セクター内アプローチでは、有用なアップル・トゥ・アップル(同一条件)の比較が可能となり、フェイスブックとエクソンのような比較不可能な分析を排除します。しかし、このようなアプローチは、特定の業界を除外していることが多い、特定の信念を重視する投資家には向かないことがあります。このような投資家の多くは、ESG 投資が生み出すリターン以上の追加的な意義を考慮に入れて意思決定を行っている可能性があります。

それ以外のすべての投資家、特に ERISA 法の適用を受けている投資家には、このアプローチは受け入れがたいものでしょう。このような投資家には、投資プロセス全体の一部として、ESG の要素を組み入れた、総合的なアプローチの方が適しているかもしれません。

4. E、S、G を一括りにするのは論理的か？

環境要因は限られた企業にのみ関連し、社会要因は幅広い企業に影響を与え、そしてガバナンス要因はすべての企業に影響を与えます。

下の表は、S&P500 企業の 3 つの一般的な環境要因について、セクター別データを示したものです。全ユニバースの 10%以上を占めるセクターは太字で示されています。

セクター別 ESG 要因

セクター	エネルギー消費	水消費	CO ₂ 排出
コミュニケーションサービス	2%	0%	1%
一般消費財	5%	3%	3%
生活必需品	6%	1%	4%
エネルギー	37%	3%	19%
金融	0%	0%	0%
ヘルスケア	1%	0%	1%
情報技術	2%	0%	1%

セクター	エネルギー消費	水消費	CO ₂ 排出
資本財	22%	0%	13%
素材	24%	7%	12%
不動産	1%	0%	1%
公益事業	1%	86%	44%

出典: High Pointe Capital Management. 原データは Refinitiv Eikon より、元となるデータは企業より報告を受けたもの。データ提供していない企業は本表の計算から除外している。S&P 構成企業は 2020 年 11 月 30 日現在。

環境要因に対するセクターのエクスポージャーは多岐にわたります。エネルギー、工業、素材、公共事業のセクターを合計し使用率は、エネルギーの 83%、水資源の 96%、二酸化炭素排出量の 88%を占めています。一方、時価総額で見ると、これらのセクターはインデックスの 17%に過ぎません。

対照的に、社会要因とガバナンス要因は、セクター間の差異はあまり見られません。下の表は、社会要因とガバナンス要因の 2 つの変数の関連データを示しています。

セクター別社会要因とガバナンス要因

セクター	上級管理職レベルにおけるジェンダー多様性	取締役会レベルにおける文化の多様性	議長と CEO の役割を区別している企業
コミュニケーションサービス	28%	14%	79%
一般消費財	29%	9%	82%
生活必需品	30%	16%	83%
エネルギー	20%	22%	85%
金融	30%	17%	85%
ヘルスケア	29%	16%	85%
情報技術	22%	16%	84%
資本財	23%	14%	86%

セクター	上級管理職レベルにおけるジェンダー多様性	取締役会レベルにおける文化の多様性	議長と CEO の役割を区別している企業
素材	22%	17%	88%
不動産	27%	14%	83%
公益事業	23%	8%	89%

出典: High Pointe Capital Management. 原データは Refinitiv Eikon より、ジェンダー多様性は、マネジャー、エグゼクティブ、取締役レベルの女性の平均的割合に基づいている。S&P 構成企業は 2020 年 11 月 30 日現在です。

このデータは、大きく分けて 2 つのことを示唆しています。

- 格付け機関は、一律にアプローチするのではなく、セクター別にデータ収集をカスタマイズすることで、差別化を図ることができます。これはまた、そうでなければ自社のビジネスにとって重要でないデータを収集して報告しなければならない企業から歓迎されるかもしれません。実際、[あるドイツのソフトウェア企業は、特定の環境データを提供していないことを理由にペナルティを課した格付け会社に対して、最近の裁判で勝訴した例](#)があります。
- 環境要因への影響を最小限に抑えて構築されたポートフォリオは、ベンチマークとは大きく異なるセクターのエクスポージャーを持つ可能性が高くなります。しかし、社会要因とガバナンス要因を重視したポートフォリオでは、これほどの乖離は生じないでしょう。

5. ESG 欠陥企業をボイコットしたり、エンゲージメントすることは良いことなのか？

ボイコットは簡単ですが、エンゲージメントはずっと難しくなります。しかし、後者の潜在的なリターンは、より意味のある、直接的なものとなります。

私たちは、多くの ESG ポートフォリオがテクノロジーをオーバーウェイトし、エネルギーなどの「問題のある」セクターをアンダーウェイトしていることを[証明してきました](#)。これらのポートフォリオは、近年、好調なテクノロジー分野のバ

パフォーマンスと、エネルギー分野のリターンの低さから恩恵を受けてきました。しかし、この傾向は永遠に続くわけではなく、投資家は変化に備える必要があります。

小規模な投資家にとっては、委任状投票を超えた積極的なエンゲージメントは、おそらく実現不可能であると思われます。しかし、大規模な投資家は、ESG へのコミットメントを示すためにエンゲージメントするべきです。

6. 政府と格付け機関の役割は？

一貫性のないガイダンスより、ガイダンスが全く無いほうがまだましです。そのため、政府の ESG 政策は、ある政権から別の政権に移るたびに変化するべきではありません。

ESG 格付け機関は、ESG コンプライアンスの仲裁者を買ってでています。これら格付け機関はクライアントのニーズを満たし、場合によってはニーズを1から創造しています。最終的にどの基準が標準となるかは、これらの格付け機関の間の競争によって決定されることになります。それまでの間、ESG 格付け機関は以下のことを行うことで、顧客に良いサービスを提供することができます。

- 業界の同業他社グループとの比較及び全体的なアプローチの両面から企業をランク付けすることで、クライアントは自分の目標に最も適した格付けを選択することができます。
- ESG 格付けに内在する大型株バイアスを発見するべきでしょう。このバイアスは、(各社の行う)自己申告に依存してしまうことで発生します。大企業は、これら(自己申告)を行えるだけの経営資源をより多く持っているため、元々優位な立場にあります。

UN-PRI (国連の責任投資原則) は、気候変動に対抗するための ESG 投資の推進に尽力してきました。しかし、同時に、似たような大規模組織(に有利に働く)バイアスによって、開示要求項目は複雑化していました。

7. 歴史は ESG 投資の潜在的な影響力について何か指針を示しているか？

化石燃料産業は長い間、活動家や規制当局の標的となってきました。その苦境は、数十年前のタバコ産業を彷彿とさせます。多数の製造物責任訴訟と製品に対する増税に直面し、タバコ会社はマーケティング活動を縮小しなくてはならず、需要は減少しました。

しかし、それでも米国では、業界の衰退は進みませんでした。タバコは中毒性があり、代替品がなかったために顧客はそう簡単に習慣を断ち切ることができなかったからです。また、彼らはブランドへの忠誠心も持ち合わせていました。その結果、タバコ産業は驚異的な価格競争力を持ち、タバコ会社は販売本数が減少したにも関わらず、驚異的なキャッシュフローを生み出し続けました。

しかし、化石燃料産業に同様の利点はありません。彼らの製品はブランド・ロイヤリティの低いコモディティであり、企業は循環的な需要が供給に比べて高い場合にのみ価格決定力を持ちます。ただ、化石燃料産業の企業にも有利な要因があります。彼らの製品は必要不可欠なものであり、タバコのような嗜好的なものではありません。

化石燃料産業の将来は、再生可能エネルギーがどれだけ早くコスト競争力を持ち、信頼性の高いものになるにかかっています。再生可能エネルギーの生産コストはすでに競争力があります。しかし、そのような代替エネルギーの信頼性は依然として問題になっています。そのため、投資家はエネルギーセクターのリスクと機会を見極めるために目を光らせておく必要があります。

「母性とアップルパイ」は美德を象徴する慣用句であり、ESG も同様です。しかし ESG 投資は、それ自体のメリットで立ち上がることもできますし、立ち上がるべきです。政府の支援は必要ありません。

リターンを犠牲にしない ESG データの広範囲な活用は、受託者責任にとってメリットとなり、受け入れられるでしょう。これこそが、ESG を広く普及させ、最大のインパクトを生み出す鍵となります。

執筆者

Gautam Dhingra, PhD, CFA

(翻訳者:猪原 英治、CFA、CIPM)

英文オリジナル記事はこちら

<https://blogs.cfainstitute.org/investor/2021/01/08/esg-motherhood-and-apple-pie-seven-esg-policy-questions/>

注) 当記事はCFA協会(CFA Institute)のブログ記事を日本CFA協会が翻訳したものです。日本語版および英語版で内容に相違が生じている場合には、英語版の内容が優先します。記事内容は執筆者の個人的見解であり、投資助言を意図するものではありません。

また、必ずしもCFA協会または執筆者の雇用者の見方を反映しているわけではありません。