

## サステナブル投資～株式投資におけるサステナビリティ・プレミアム～

稲 寛彰

(UBS 証券株式会社 運用ソリューション本部 ETF 商品部長 ディレクター)

### 和文アブストラクト

欧州では先行して SRI 投資、ESG 投資、そしてサステナブル投資と名称を変えながら拡大してきたが、足元、米国でもサステナブル投資拡大の動きが本格化してきている。日本でもサステナブル投資拡大の機運が高まっており、欧米、特に欧州でのこれまでのサステナブル投資の状況を分析し、日本においてどのようなサステナブル投資が普及していくのかを考えた。

欧州のサステナブル投資のこれまでの変遷を検証し、どのようなサステナブル投資のスタイル、金融商品が拡大してきているのか、UBS の金融商品開発の事例を踏まえながら検証する。

欧州及び米国では機関投資家中心に ESG インテグレーション型のサステナブル投資が拡大している。一方でサステナビリティ・テーマ型のサステナブル投資は投資金額も小さく、主流になっていない。金融商品の観点からは、コスト（フィー）が安くルール・ベースのサステナブル・パッシブ商品が急拡大しており、その中でもサステナブル ETF が存在感を高めている。また、ネガティブ・スクリーニングが支持されている。

日本では GPIF が ESG インテグレーション型及びサステナビリティ・テーマ型のサステナブル・パッシブ投資を開始し、日銀もサステナビリティ・テーマ型指数に連動する ETF を買い入れ対象としている。欧米の事例を踏まえ、今後、日本でどのようなスタイルのサステナブル投資、サステナブル金融商品が普及していくのかを継続的に調査していく。また、金融市場におけるこうしたアプローチが企業にどのような持続可能な社会構築への取り組みを促していくのか調査していく。

# The Sustainable Investment: Sustainability Premium on Equity Investment

Hiroaki Ine

(Director, Head of ETF Department, Investment Solutions Division, UBS Securities Japan Co., Ltd.)

## Abstract

Sustainable investment in Europe is the leading area to be expanded in the world and then in US is also to be expanded recently. Then, sustainable investment in Japan has been to gather momentum. Research the details for sustainable investment in Europe and US and then consider the trend of sustainable investment in Japan will be prevailed.

Verify the trend of sustainable investment in Europe with the real examples from UBS's financial product development.

In conclusion, ESG integration is expanding in US and Europe. On the other hand, sustainability themed investing is a small investment asset so far. In addition, negative screening is a biggest investment asset. In terms of the sustainable financial product, sustainable passive fund is growing up rapidly due to the low fee and the high transparency, especially for Sustainable ETF is getting more popular in Europe and US.

GPIF (Government Pension Investment Fund) has started to invest in both ESG integration and sustainability themed investing and then Bank of Japan (BOJ) also has started to invest in sustainability themed ETF in Japan. Based on the research in Europe and US, consider how the approach from the sustainable investment in the financial market can urge corporations, which are working on the build of the sustainable society.

## サステナブル投資～株式投資におけるサステナビリティ・プレミアム～

稲 寛彰

(UBS 証券株式会社 運用ソリューション本部 ETF 商品部長 ディレクター)

### 1. はじめに

サステナブル投資が先進国において「メガトレンド」になりつつある。その中でも欧州は1970年代からキリスト教の価値観に基づくエシカル投資（倫理投資）が実践され、SRI投資（社会的責任投資または近年には持続可能責任投資）、ESG投資、そしてサステナブル投資と名称を変えながら拡大が続いている。

欧州が先行してサステナブル投資を拡大させてきた背景には歴史的、地理的、社会的な背景が関わっていると考えられる。欧州自身が戦場として2度の世界大戦を経験し、陸続きで国境を接する国々が多く、多様な民族、言語が存在し、現代においては移民問題が社会問題化する中、欧州では持続可能な社会構築の実現のために国家を超え、または異なる民族や言語といった壁を超え、共存共栄するための共通の認識・ルールの整備が必要であるとの認識が高い地域であると考えられる。

また金融市場では、金融危機以前に短期的・超資本主義がグローバルで台頭し、貧富の差の拡大を助長させた主導的な役割を担っていたが、その後の金融危機による反省を踏まえ、長期的な視点で持続可能な社会構築の実現のための金融市場の新たな関わり方が模索されていた。こうした中、2006年にUN-PRI（国連責任投資原則）が公表され、持続可能な社会構築の実現のための金融市場の新たな関わり方が「ESG」という形で整理され、サステナブル投資が拡大する大きな転換点となった。

そして英国では、1999年に「ターンブール・ガイダンス」が公表され、コーポレート・ガバナンス強化の動きが本格化し、2000年以降には欧州各国で年金法改正が行われ、年金受託機関に対し、投資原則・投資方針において環境的、社会的、倫理的な配慮について開示することが義務付けられた。こうして欧州では、金融市場において持続可能な社会構築を目指す投資手法、サステナブル投資が先行して拡大してきた。

米国においてはエリサ法（従業員退職所得保障法）におけるフィデューシャリー・デューティの視点から、サステナブル投資について消極的な見解も含め議論が展開されてきたが、2015年10月に米国労働省によるエリサ法に関する解釈改訂があり、ESG要因を考慮することはフィデューシャリー・デューティに反しないという見解が示され、その後の米国でのサステナブル投資拡大の起点になったと考えられる。

日本では欧州各国のようなサステナブル投資に関する年金法改正は実施されていないものの、国民年金及び厚生年金の年金積立金を運用する、年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）が2015年にUN-PRIに署名し、2017年7月には日本株式投資における3つのESG指数を選定・運用を開始したことにより、サステナブル投資拡大の機運が一気に拡大した。

こうした先進国を中心としたサステナブル投資拡大の動きは今後も世界中でさらに拡大していくと考えられる。

## 2. サステナブル投資戦略の動向

欧州では先行してサステナブル投資を拡大させてきたが、伝統的にネガティブ・スクリーニングと呼ばれるサステナブル投資戦略が主流となっている。また直近では、ESG インテグレーションと呼ばれるサステナブル投資戦略の投資残高が拡大している。米国では ESG インテグレーションが主流であるが、直近ではネガティブ・スクリーニングの投資残高が拡大している。日本では日本版スチュワードシップ・コード及び日本版コーポレートガバナンス・コードの導入により、エンゲージメント及び株主行動によるサステナブル投資戦略が主流となっている。

近年の欧米のサステナブル投資戦略別残高の動向から、サステナブル投資戦略の大きなトレンドが確認できる。「ESG インテグレーション+ネガティブ・スクリーニング」のサステナブル投資戦略である。この2つのサステナブル投資戦略の投資残高は大きく拡大している。一方、サステナビリティ・テーマ投資戦略やインパクト/コミュニティ投資戦略の投資残高は小さく、主流になっていない。UN-PRI に署名する機関数が増加する中、UN-PRI の原則に ESG 問題や ESG 課題について考慮することが求められており、E（環境）や S（社会）、G（ガバナンス）といった ESG 要因を切り離し、一つのテーマにフォーカスするサステナブル投資よりも ESG 要因を統合した形で実践するサステナブル投資が拡大している。

またネガティブ・スクリーニングのサステナブル投資戦略においては、欧州でタバコによる社会リスクの拡大を懸念する保険会社や年金基金といったアセット・オーナーに配慮し、タバコ関連企業を投資対象外とし、非人道的武器関連企業も投資対象外とする動きが一般化している。また、燃料炭関連企業を投資対象外とする動きが拡大している。

## 3. UBS のサステナブル投資への取り組み

UBS グループとして 1992 年の国連環境計画・金融イニシアティブ（UNEP FI）に署名。1999 年に銀行では世界で初めてとなる環境認証（ISO14001）を取得。UBS グループの運用会社である UBS アセット・マネジメントは 2009 年 4 月に UN-PRI に署名し、欧州でニーズの高まるサステナブル投資のソリューションの提供に取り組んできている。現在、株式、債券、オルタナティブといった資産クラスを対象としたサステナブル投資のソリューションをアクティブ・ファンドで提供。また、コスト（フィー）が安く、ルール・ベースのサステナブル投資のソリューションをパッシブ・ファンド（ETF、Exchange Traded Funds を含む）で提供している。

## 4. 欧米で拡大するパッシブ・サステナブル・ファンド

近年、MSCI や S&P ダウ・ジョーンズといった指数会社がサステナブル投資の様々な価値観や投資戦略を反映したサステナブル指数の開発を進めてきており、投資家がサステナブル投資の実践においてコストが安く、ルール・ベースでサステナビリティ・スコアが定量的に改善することが確認できるサステナブル・パッシブ・ファンドの活用が欧米で拡大している。中でもサステナブル ETF が存在感を高めている。UBS ではサステナブル ETF を 2011 年から欧州の証券取引所に上場させ、サステナブル投資を実践する投資家にソリューションを提供している。

## 5. ダークグリーン・アプローチとライトグリーン・アプローチ

欧州では伝統的にネガティブ・スクリーニングのサステナブル投資戦略が拡大してきたが、UBSではこうした欧州のサステナブル投資の価値観のニーズに応えるべく、持続可能な社会の構築のために適さないセクター（産業）を除外し、サステナビリティ評価に対して厳格な基準を満たす企業を構成銘柄とする指数に連動するETFを早い段階から提供している。このアプローチを採用することにより、投資対象となる企業数は大きく絞り込まれることになり、サステナブル指数の構成銘柄としての保有比率も異なるため、従来のベンチマーク（親指数）とのトラッキング・エラーが発生しやすくなる。こうしたパッシブ・サステナブル投資は「ダークグリーン・アプローチ」と呼ばれている。また直近では、欧州の機関投資家が従来の時価総額加重型指数からサステナブル指数へのベンチマークのシフトを進める動きが拡大する中、従来のベンチマークとのトラッキング・エラーを極力抑えながら、サステナブル投資の実践を通じてサステナビリティ評価の改善を求める投資家の価値観を反映するサステナブル指数、「ライトグリーン・アプローチ」のニーズが高まりを見せている。UBSではこうしたライトグリーン・アプローチのニーズにも応えるETFを提供しはじめている。

## 6. サステナブル投資とパフォーマンス

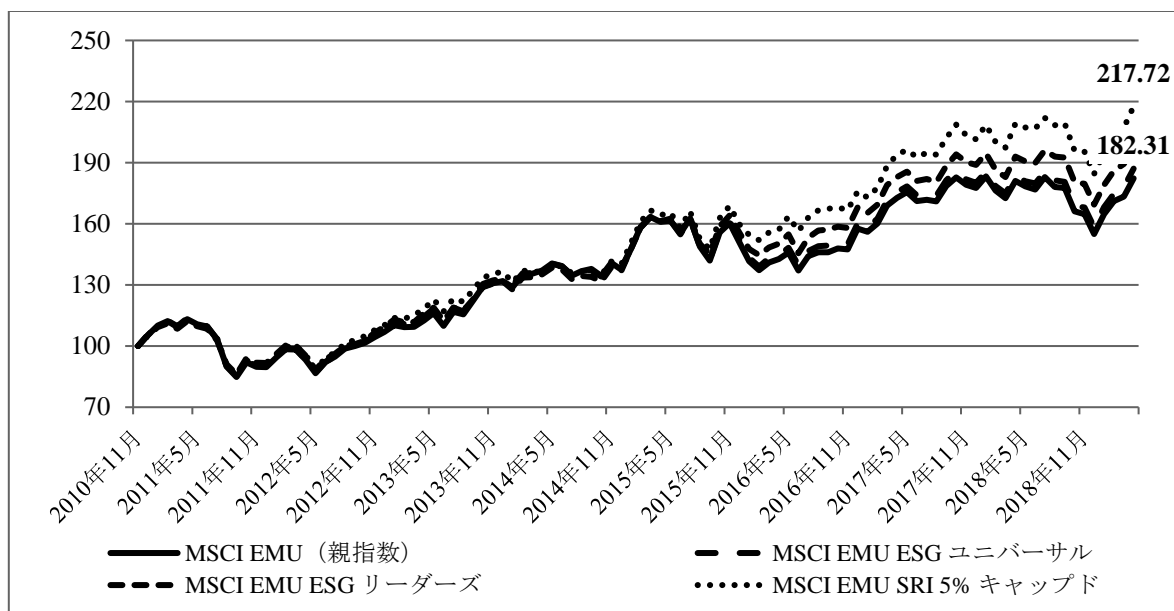
サステナブル投資は歴史が浅く、十分な投資パフォーマンスが検証できていない面もあるため、その有効性については引き続き議論されているが、パッシブ・サステナブル投資、特に株式投資においてはサステナブル投資のパフォーマンスについてある特性が確認できる。

サステナビリティ情報と株式市場の関連性を考えた場合、サステナビリティ評価の高い企業は相対的に競争力が高く、収益性と配当が高い。また、サステナビリティ評価の高い企業は相対的に企業固有のビジネスリスクや運営リスクの管理に秀でており、株価に影響を及ぼし得る問題に遭遇する確率が低いとの報告がある。

この報告に基づくと、サステナブル投資はキャッシュフロー創出能力が高く、リスク管理能力が高い投資対象のユニバースに投資することになり、シャープレシオの向上が期待できる。つまり、サステナブル投資は効率的な投資リターンを享受できることになる。

## 7. サステナブル投資のプレミアム

サステナブル投資が先行して拡大してきた欧州では、近年、サステナブル指数が従来のベンチマーク（親指数）をアウトパフォームする傾向が鮮明化している。図1はユーロ圏株式投資において、MSCIの比較可能な最長期間で親指数とサステナブル各指数のパフォーマンスを比較している。ダークグリーン・アプローチであるMSCI EMU SRI 5% キャップド指数が親指数であるMSCI EMU指数をアウトパフォームしている。起点である2010年11月を100とした場合、2019年4月までの投資パフォーマンスはMSCI EMU SRI 5% キャップド指数が217.72、MSCI EMU指数が182.31となっている。特に2016年以降、サステナブル指数が親指数をアウトパフォームする傾向が拡大している。



出所：MSCI のデータより UBS 証券作成。指数の通貨はユーロ・ベース。トータル・ネット・リターン。データは 2010 年 11 月～2019 年 4 月の月次ベース。尚、過去の実績は将来のパフォーマンスを保証していない。

図 1. サステナブル指数の投資パフォーマンス比較（ユーロ圏株式）

欧州では 2016 年以降、サステナブル ETF の資産残高も大きく拡大しており、特にダークグリーン・アプローチの ETF の資産残高が拡大している。

こうしたサステナブル投資活動の拡大は、従来の伝統的な財務諸表を重視した投資手法から ESG 要因を最も重視した新たな投資手法の拡大となり、サステナビリティ評価の高い企業に投資資金が集中することになる。結果的に従来の財務諸表のバリュエーションにおいては、サステナビリティ評価の高い企業の PER や PBR といった指標は割高となる傾向が確認できる。この点はサステナブル投資における投資対象企業のプレミアムが拡大したことを意味している。

## 8. 日本でのパッシブ・サステナブル投資

日本でもパッシブ・サステナブル投資の動きが拡大している。GPIF が ESG インテグレーション戦略のパッシブ・サステナブル・ファンドに 1 兆 1,495 億円（2018 年 3 月末時点）、テーマ投資戦略のパッシブ・サステナブル・ファンドに 1 兆 5,884 億円（環境テーマ型に約 1.2 兆円、2018 年 9 月 25 日時点。社会テーマ型に 3,884 億円、2018 年 3 月末時点）の計約 2 兆 7,379 億円の資金をパッシブ・サステナブル・ファンドに投資している。

GPIF のパッシブ・サステナブル投資はライトグリーン・アプローチである。GPIF はユニバーサル・オーナー（広範なポートフォリオを持つ大規模な投資家）としてポジティブ・スクリーニング戦略を基本とし、サステナブル投資対象企業のサステナビリティ評価が高まり、長期におけるリスク調整後リターンの改善を期待している。また、GPIF はパッシブ・サステナブル投資の投資対象先企業のサステナビリティ情報開示の促進も期待している。加えて、2018 年 4 月には日本銀行がサステナブル投資のテーマ投資戦略となる「MSCI 日本株女性活躍指数（セレクト）」に連動する ETF を金

融政策における ETF 買い入れ対象とするなど、日本におけるパッシブ・サステナブル投資の機運はさらに高まりつつある。

## 9. むすびに

欧州を主導役として、サステナブル投資は先進国で拡大している。サステナブル投資の歴史はまだ浅く、サステナブル投資と投資パフォーマンスの関連性について結論を求めるのは時期尚早との回答が過半数を越す直近のグローバル機関投資家調査の結果が出ている。一方で、サステナブル活動に積極的に取り組んでいる企業は高い収益性につながっているとの米国機関投資家の調査結果も出ている。

ユーロ圏の株式投資においては、ダークグリーン・アプローチによる「サステナビリティ・プレミアム」が確認できるデータも出てきており、今後、欧州以外の米国や日本での株式投資においてサステナビリティ・プレミアムのデータが確認できるか継続的に調査を続けていく必要がある。

欧米ではサステナブル投資において、投資残高基準で見ると ESG インテグレーション+ネガティブ・スクリーニングの投資戦略が主流化しているが、日本では GPIF が ESG インテグレーション+ポジティブ・スクリーニング及び環境にフォーカスしたテーマ投資戦略を推進している。また、日本では 2019 年 5 月、金融庁、経済産業省、環境省がオブザーバーとなり、「TCFD（気候関連財務情報開示タスクフォース）コンソーシアム」が設立された。今後、投資家に対し、環境にフォーカスしたテーマ投資戦略の拡大を後押ししていく動きにつながっていくのか注目される。

ただ、これまでのところ、サステナブル投資が先行して拡大してきた欧米の投資家にとっては ESG インテグレーション+ネガティブ・スクリーニングのサステナブル投資戦略が主流となっており、加えてパッシブ・サステナブル投資が拡大していることから、持続可能な社会構築のために適さないセクターや同業他社比較でサステナビリティ評価の低い企業にはサステナブル投資資金は流入していない。従って、企業としては先進国でサステナブル・パッシブ投資が拡大する中、サステナビリティ・プレミアムを獲得して企業価値を高めるためには、サステナブル指数の構成銘柄となるため投資対象外となっているセクターを切り離す、もしくは転換する必要性も考えられる。また、サステナブル指数としての構成比率が上昇するよう、積極的なサステナビリティ情報の開示が求められる。

2015 年に持続可能な開発目標として SDGs が国連サミットで採択されたが、サステナブル投資を実践する投資家は ESG 要因を統合的に考慮し、サステナブル投資を実践する動きを拡大させてきている。SDGs は持続可能な社会実現のための細かなゴール設定であり、企業ごとに掲げる SDGs のテーマは異なると考えられる。世界の多くの投資家が UN-PRI に署名し、投資分析と意思決定に ESG 要因を考慮し、投資対象企業に対し ESG 問題に関する適切な開示を求めていることから、今後、更なる拡大が予測されるサステナブル投資の資金を呼び込むために企業は E（環境）、S（社会）、G（ガバナンス）の 3 要素を網羅した SDGs のゴール設定をバランス良く掲げ、掲げたゴールに対して積極的に取り組み、そのプロセスを可能な限り詳細に公開情報として投資家に情報発信を実践してサステナビリティ・プレミアムを獲得していくことがこれからのサステナブル投資時代における企業価値を高める重要な要素になっていくと考えられる。

## 参考文献

- [1] 外務省 (2019) 『持続可能な開発目標 (SDGs) について』  
[https://www.mofa.go.jp/mofaj/gaiko/oda/sdgs/pdf/about\\_sdgs\\_summary.pdf](https://www.mofa.go.jp/mofaj/gaiko/oda/sdgs/pdf/about_sdgs_summary.pdf) (閲覧日: 2019年6月25日)
- [2] 環境省 (2019) 『TCFD コンソーシアム概要』 <https://www.env.go.jp/press/files/jp/111631.pdf> (閲覧日: 2019年6月25日)
- [3] デロイト トーマツ グループ (2019) 『英国のコーポレートガバナンス』  
<https://www2.deloitte.com/jp/ja/pages/risk/articles/rm/british-governance.html> (閲覧日: 2019年7月16日)
- [4] 内閣府 (2008) 『安全・安心で持続可能な未来のための社会的責任に関する研究会』, 第5回研究会 (平成20年5月15日) 最終報告書 <https://www5.cao.go.jp/npc/sustainability/research/srken/index.html> (閲覧日: 2019年6月25日)
- [5] 日本銀行 <http://www.boj.or.jp/> (閲覧日: 2019年7月12日)
- [6] 年金積立金管理運用独立行政法人 (GPIF) (2018) 『平成29年度 ESG 活動報告』  
[https://www.gpif.go.jp/investment/esg/pdf/0813\\_esg\\_katudohoukoku.pdf](https://www.gpif.go.jp/investment/esg/pdf/0813_esg_katudohoukoku.pdf) (閲覧日: 2019年6月25日)
- [7] 年金積立金管理運用独立行政法人 (GPIF) (2018) 『グローバル環境株式指数を選定しました』  
<https://www.gpif.go.jp/topics/%E3%82%B0%E3%83%AD%E3%83%BC%E3%83%90%E3%83%AB%E7%92%B0%E5%A2%83%E6%A0%AA%E5%BC%8F%E6%8C%87%E6%95%B0%E3%82%92%E9%81%B8%E5%AE%9A%E3%81%97%E3%81%BE%E3%81%97%E3%81%9F.pdf> (閲覧日: 2019年6月25日)
- [8] Bioy H (2019): "European Sustainable Funds: 2018 in review", London, UK, Morningstar
- [9] Bioy H, Lamont K (2018): "Passive Sustainable Funds: The Global Landscape", Morningstar
- [10] Fritsch D (2019): "ESG: Do you or Don't you?" London, UK, Response Global Media
- [11] Giese G, Lee L-E, Melas D, Nagy Z, Nishikawa L (2018): "FOUNDATION OF ESG INVESTING, Part2: Integrating ESG into Benchmarks", MSCI
- [12] GLOBAL SUSTAINABLE INVESTMENT ALLIANCE (2019): "2018 GLOBAL SUSTAINABLE INVESTMENT REVIEW"
- [13] Morgan Stanley (2019): "MORGAN STANLEY INSTITUTE FOR SUSTAINABLE INVESTING & BLOOMBERG L.P." <https://www.morganstanley.com/ideas/sustainable-investing-asset-managers> (閲覧日: 2019年7月9日)
- [14] PRI <https://www.unpri.org/> (閲覧日: 2019年6月25日)
- [15] QUICK ESG 研究所 (2015) 『米労働省、ETIs および ESG 投資戦略に関する IB 2015-01 を公表』  
<https://www.esg.quick.co.jp/research/240> (閲覧日: 2019年7月17日)
- [16] UBS アセット・マネジメント <http://japan1.ubs.com/am/strategy/view/4> (閲覧日: 2019年7月10日)

\*本稿はあくまで筆者個人の見解に基づくものであり、所属する会社の公式な見解ではございません。

\*本稿は金融商品取引契約の締結の勧誘を目的とするものではなく、また UBS に関する箇所は会社の事業活動を紹介するための情報提供に留まります。