

書評

Simon Smiles and James Purcell (2023)

Sustainable Investing in Practice -ESG Challenges and Opportunities;

加藤 晃 監訳 (2024)

『サステナブル投資—本音で語る課題と機会—』

(金融財政事情研究会)

佐賀 卓雄

1

伝統的に、経済学においては資本と労働力が経済成長を規定する基本的な生産要素であり、それを取り巻く自然などの環境要因は所与として与えられており、主要な制約要因として論じられることはなかった。もちろん、18世紀でも宗教的な理由から、アルコール、ギャンブル、タバコ、兵器などの製造に関連する企業株 (Sin Stocks) を排除するような動きはあったものの、あくまで周辺的な性格のものに留まっていた。また、産業革命以降の経済成長にともなう大気汚染など、環境悪化についても「外部不経済」の例として取り上げられたものの、理論の主要部分を構成することはなかった。

しかし、20世紀に入ると徐々に様相が変化する。世紀初頭には社会的責任投資 (SRI) の萌芽がみられ、今日のアメリカのベネフィット・コーポレーションの構想に受け継がれている。また、1971年には、SRI型投資信託が登場した。

1972年には、ローマ・クラブが『成長の限界』という報告書を公表し、21世紀半ばまでには再

生可能資源は限界に達し、汚染は地球の吸収力の限界を越え始めることを警告した。こうした危機意識は、2009年には、「プラネタリー・バウンダリー」という概念に基づく地球の生態系の持続に対する警告に引き継がれている。

地球の統合化された生態系システムに対する警告の中でも、温暖化による早魃、猛暑、洪水などの気候変動に関連する諸問題は、その後、最も喫緊の課題として取り組まれてきた。1985年には、初めて地球温暖化に関するフィラハ会議 (オーストリア) が開催され、88年には「気候変動に関する政府間パネル」(IPCC) が組織され、今日までこの問題への国際的な対策に最も信頼できるデータを提供している。

1989年3月のエクソン社の大型タンカー、バルディーズ号がアラスカ沖で座礁した事故は深刻な環境・社会問題を引き起こし、広範かつ重大な社会的な批判を浴びることになったが、他方で環境保護団体のNPO (「環境に責任を持つ経済主体の連合」、CERES (セリーズ)) が投資判断を行う時の環境原則を「バルディーズ原則」として発表した。これが今日の環境問題に関する情報開示の源流となった。この原則の10

番目に、「環境問題への取組みを評価する独自の年次監査報告書の公表」が掲げられた。これを契機に、環境問題への取組みを公表する企業が現れる。

セリーズは、1997年には国連環境計画（UNEP）と協力して、グローバル・リポーティング・イニシアティブ（GRI）・ガイドラインの策定に取り組む。これは環境監査報告書の様式がバラバラなため、時系列や企業間の比較が可能になるように、開示項目や内容について標準化を図ることが目的であった。2000年6月にGRIガイドラインが公表された。

2006年には、国連の責任投資原則（UN PRI）が策定され、ESG投資が本格的に始まった。

2017年に、金融安定理事会（FSB）が「気候関連財務情報開示タスクフォース」（TCFD）を創設し、ガイドライン（TCFD提言）を策定した。ただし、TCFD提言は企業の自発的開示に委ねたため、標準化は余り進まず、開示基準が乱立する状況は根本的には解消されなかった。

2023年になって重要な動きが生まれる。国際会計基準（IFRS）を策定するIFRS財団が2021年に「国際サステナビリティ基準評議会」（ISSB）を設立し、開示基準を発表した。翌年、IFRSはISSBと「サステナビリティ会計審議会」（SASB）を統合し、開示基準の枠組みの標準化に乗り出す。この動きにFSBに加えてIOSCO（国際証券監督者機構）も支持を表明した。非財務情報の標準化、統合化が大きく進展した動きである。

以上のように、今日では、国際的に自然、環境は経済活動の重大な制約要因となっていることが認識され、それらの問題に対する対応が重要な政策課題となっている。社会的責任投資、

ESG、SDGsなどの言葉は、いずれも将来の世代により良い環境を引き継ぐことを目的とするサステナビリティ（持続可能性）という概念に包摂することができる。

本書は、長年、サステナブル投資の現場で仕事をし、市場の実情に精通した著者たちによる、投資家の行動と規制当局の対応を中心に市場をめぐる状況を詳細に分析したものである。その大きな特徴は、スチュワードシップが機関投資家の受託者責任を問題にするのに対して、個人投資家も含めた投資家の関りを射程に収めていることにある。

2

共著者の一人ジェームズ・パーセルは、UBS、および非上場銀行クインテット・プライベート銀行で、サステナブル投資、インパクト投資のグループ・ヘッドを歴任した後、クレディ・スイスでサステナブル・フレームワーク担当グループ・ヘッドの地位にある。

また、サイモン・スマイルズは、UBSに15年以上在籍した後、自身が設立したウェルス・マネジメントのサステナブル・インベストメント・チームおよびインパクト・インベストメント・チームのマネジメント・ディレクターおよび超富裕層顧客担当チーフ・インベストメント・オフィサーを務めた。なお、2022年に死去している。

本書の目次は次の通りである。

序章

第1章 サステナブル投資とは何か

（インタビュー）ジリアン・テット（フィナンシャル・タイムズ紙編集委員）

第2章 サステナブルデータと ESG 各付け
 (インタビュー) ロバート・G・エクレス (ハーバード・ビジネススクール元教授, SASB,IIRC の創設メンバー)

第3章 サステナブル上場株式市場
 (インタビュー) キャサリン・ハワース (シェアアクション CEO)

第4章 サステナブル公社債市場
 (インタビュー) リチャード・カーティス (映画監督, プロデューサーで, サステナブル投資の実践家)

第5章 サステナブル・プライベート市場
 (インタビュー) デイビッド・ペトレイアス (コルバーグ・クラビス・ロバーツ & カンパニー (KKR) ・グローバル・インスティテュート会長),

第6章 テーマと国連 SDGs
 (インタビュー) ポール・ポールマン (ユニリーバ元 CEO)

第7章 サステナブル・マルチアセット・ポートフォリオ
 (インタビュー) リック・ラカイユ (ステート・ストリートのエグゼクティブ・バイス・プレジデント兼 ESG イニシアチブのグローバル・ヘッド)

終章

本書の大きな特徴は、サステナブル投資の概念、ESG 格付け、テーマ型投資など、市場に関連した基本的な枠組みについてはいうまでもなく、これまでの学術研究の成果を適宜、紹介しながらサステナブル投資市場を構成する各セグメント市場を詳細に分析し、現在の課題とその取組みに向けた提言を行っていることである。また、各章には、それぞれの章で取りあげ

ている問題、および各セグメント市場に精通した専門家のインタビューが掲載されている。そして、適宜、Q&A 方式による節を設け、読者の理解が容易になるように配慮している。

最後に、機関投資家の投資企業に対する受託者責任を定めるスチュワードシップの議論の範囲を越えて、個人投資家、機関投資家、規制当局、企業の立場からの評価と提案を行っていることも本書の特徴である。

3

第1章はサステナブル投資の概念と内容について、また第2章はデータと ESG 格付けについて取り上げている。これらは市場を支える基本的な要素であり、その現状は市場の発展段階を見る上で重要な示唆を与える。

第1章はサステナブル投資とは何かについての説明である。サステナブル投資は曖昧さによって特徴づけられ定義される分野として際立っているという。そこでは普遍的に受け入れられている意味はなく、ブラックロック、UBS という大手民間運用会社、金融機関の定義、および国連責任投資原則 (UN PRI) の定義を紹介している。

これらの間ではサステナブル投資が何であるかについては異論があるが、類似した投資活動を包括した用語として使われている。すなわち、「環境(E)、社会(S)、ガバナンス(G)への配慮を投資プロセスとポートフォリオ構築に組み込んだ投資戦略」ということであり、ESG 投資とほぼ同義語として使われている (30頁)。

それについての定義が共有されていないため、その市場規模について大きな乖離が生じている。大きな方では、グローバル・サステナブル

ル・インベスティング・アライアンス (GSIA) が2020年末時点で35兆ドル、それに対してモーニングスターは2022年時点の市場規模を2.8兆ドルと推定しており、GSIAの10分の1以下の規模である(32頁)。

このため、サステナブル投資に関しては、不確実性があふれており、それを除去することが課題である。このための提言として、個人投資家は適切な商品を選択できるように限られた数のサステナブル情報の開示、機関投資家は何よりも不確実性を嫌うので、単一の明確な定義を求めるべきである。また、規制当局は強力な執行力に裏付けられた限られた数の情報開示を義務づけるべきである。要するに、情報開示の標準化の必要性が提言される。

資本市場の理論史を紐解くと、市場効率性の向上は取引効率性(取引費用の合理的水準)と情報効率性(情報の迅速な流布)により価格が情報を素早く織り込んで形成されることが決定的な条件であった。公開市場についての効率的市場仮説の通説としての確立は、これらの効率性の理論的、実証的な裏付けによって推進されてきた。それに鑑みるならば、市場の整備は何よりも情報開示の基準や様式の統一性を推進することによって、透明性とアクセスの容易さが向上することが不可欠である。

第2章は、サステナブル投資についてのデータ、開示、その格付けについて取り上げている。現状、開示される情報は大部分が自己申告で、規制されておらず、不均質であるため、大きな混乱を引き起こしている。その理由は、データのほとんどが企業自身によって報告されるためである。国連が支援するGRIのような情報開示のフレームワークは存在するが、2022年現在、世界の多くの地域では、規制当局が求めるサス

テナビリティ報告はないのが現状である。

投資家責任研究センター協会(IRRCI)の調査によると、S&P500社のサステナビリティ報告書の97%がカスタマイズと独自のスタイルに拠っているという。この結果、報告書は10数頁から200頁以上に及ぶものまであり、しかもデータが複数の報告書にまたがっている可能性があるという。また、従来の財務諸表とは異なり、十分な監査を受けていない(67-69頁)。

サステナビリティ・パフォーマンスを開示する潜在的な指標は1,400以上あるといわれ、企業も投資家も基準の一貫性、比較可能性、整合性が欠如していることを問題として指摘している。その一方で、GRIとSASBやTCFDの基準に対する信頼性が高い(73-74頁)。

このため、個人投資家はすべての企業が一貫性のある形で報告するサステナビリティ指標、機関投資家はサステナビリティ要因を投資プロセスに組み込むのを可能にするセクター固有の開示規制、そして企業は単一の報告フレームワークに統合化を進めることが提言される。

4

第3章から第5章までは、サステナブル上場株式市場、サステナブル公社債市場、サステナブル・プライベート市場、というサステナブル投資の各セグメント市場について検討している。少し性格は異なるが、第7章ではサステナブル・マルチアセット・ポートフォリオを取り上げている。

既にみたように、サステナブル投資市場の現状は情報効率性を欠いているため、それをリスクとリターンを基本的な変数とするオーソドックスな資本市場理論の枠組みで分析することは

できない。要するに、気候変動要因としての二酸化炭素の削減に向けた投資からのリターンのように、投資から生み出されるリターンがそれぞれの企業独自の個別性に欠けるため、単独の企業のパフォーマンス評価の対象になりにくいのである。他方では、温暖化にともなう旱魃、洪水などによる被害は偶発債務として企業の負担になるため、それに備える準備も必要である。

しかし、ESGの中には、G（ガバナンス）のように個別企業で改善できる要因もあり、改めてサステナブル投資の多岐性の取扱いの難しさが浮き彫りになる。

第3章のサステナブル上場株式市場では、投資家によるエクスクルージョン、インテグレーション、エンゲージメントという行動が説明される。これらによって、特定の企業が投資対象から外されれば、株価の下落によって資本コストが増加し、企業行動に対する抑制効果になる。それとは逆に、サステナブル要因に対して高い評価を得た企業は、投資家からの資金流入による株価の上昇によって資本コストの低下を期待できるというわけである。

しかし、これまでの実証研究ではその効果は小さいものである。この中でも、機関投資家によるエンゲージメントはスチュワードシップ・コードでも奨励されているが、対話、株主提案、議決権行使というアプローチは、利益を主要な目的とするかどうかという違いはあるものの、ウルフバック・アクティビストのそれと共通している。実際、著者たちはサステナブル投資家によりアクティビスト的な態度を採用することを勧めている（336頁）。

不完全情報を前提にすれば、元本の優先的な返済が保証されている公社債市場（第4章）とサステナブル・プライベート市場（第5章）が

有力なサステナブル投資市場ということになる。

公社債市場はオーダーメイドの商品を提供できるという特性があり、サステナブル公社債市場では資金使途債（グリーンボンドが良く知られている）のような専用資産、国際開発金融機関（Multilateral Development Bank, MDB）債、サステナビリティ連動債のような新しい商品が登場してきた。世界銀行などの国際開発金融機関債は2022年時点で4,000億ドルを越えているが、市場全体からみれば大きな数字ではない（173-74頁）。資金使途債は専用資産の中で最も成功しており、累計発行額は2022年現在、2.5兆ドルを越えている。もっとも、課題も抱えている。発行するセクターに偏りがあることや、その使途がサステナブルであるかどうかについて基準が明確でないことなどである（177-79頁）。

サステナブル投資は不確実性が大きい投資分野だけに、リターンを求める投資家が積極的に参入する市場ではない。結局、余り普及しておらず、投資パフォーマンスへの貢献度はほとんどなく、地球環境への貢献も小さい。

情報の不完全性を特徴とする市場ということになれば、プライベート・エクイティ（PE）やベンチャー・キャピタル（VC）がその独特のスキルで切り開いてきたプライベート市場が典型であろう。本書の著者たちもサステナブル・プライベート市場に大きな可能性を見い出しているようである。

実際、サステナブル・プライベート市場の投資リターンは市場レートを下回る結果となっている。その理由としては、投資家の中にはアンダー・パフォーマンスや、投資で損をしないことで満足する者もいるからである（222頁）。このように、サステナブル・プライベート市場の

リターン分布の幅が広く、著者たちがその発展の可能性に期待する背景と推察できる。

サステナブル・プライベート投資はかつては金銭的なリターンを期待しないフィランソロピー活動の一つとして行われ、規模も小さかった。しかし、2010年代から、UBSがバイオテクノロジーの専門家であるMPMキャピタルと提携し、がんに特化した4億ドルを越えるPEファンドを設立した。それを契機に、ベインキャピタル、TPGキャピタル、KKR、アポロなどのPEファームが相次いで参入した(211-13頁)。これらの業者の専門知識・経験は、年金基金や保険会社といった機関投資家の投資資金をこの分野に引き寄せる効果を持っている。

もっとも、大手PEファームのポートフォリオには化石燃料への投資が含まれている可能性が指摘され、信頼を損ねかねない面もある(214頁)。

フィランソロピストが利益を追求する投資家と組んで投資を組成する「ブレンド・ファイナンス」も金融革新として紹介される。しかし、OECDによると、2010年代には年間15件程度のファンドが組成されたに過ぎないとしている。

ブレンド・ファイナンスがスムーズに組織されない最大の理由は、異質な投資家のメンタリティの調整がほとんど不可能なことである。慈善事業などの社会貢献を目的にするフィランソロピストが利益追求を一義的な目的にするPEやヘッジ・ファンド、あるいはVCと組んでも、素人目にも上手くいくとは思えない。その意味では、サステナブル・プライベート市場は誇張されている(216-17頁)。

このような現状の下で、1945年に設立された国際開発金融機関(MDB)である世界銀行の

役割は大きい。世界銀行は「極度の貧困に終止符を打ち、繁栄を分かち合う」というサステナブルな目的を掲げるMDBで、世界200ヶ国近くが株主となっている。インパクト投資(世界銀行の定義によれば、社会的または環境的インパクトに貢献することを意図した企業や組織への投資)の分野では指導的な投資家で、基準の策定についても大きな影響力を発揮してきた。世界銀行は「インパクト・マネジメントのための運営原則」を策定し、情報開示や測定基準を策定し、信頼性と公平性という点で比類ない評価を築いている(237-38頁。なお、MDBについては174頁のコラムを参照)。

かくして、開示や測定の基準化についての世界銀行の試みを支持、推進すべきことが提言されている。また、この分野でのイノベーションの推進のために、インパクト重視のVCへの投資を推奨している(238-39頁)。

5

第6章はテーマ型投資と国連のSDGsについてである。SDGsは2015年に国連総会で発表され、世界190ヶ国以上で採択され、現在では最も広く認知されている活動の一つになっている。それは「すべての人にとってより良く、よりサステナブルな未来を実現するための青写真」として機能し、貧困、不平等、気候変動、環境破壊、平和、正義など、世界が直面している課題を提示している。17の目標から構成され、各目標には具体的な測定目標がある(詳しくは、260-61頁のコラムを参照)。

SDGsはその長期的な性質と持続可能性に焦点を当てているため、潜在的にサステナブル・テーマ型投資に適した枠組みになっている。

しかし、本書の評価は手厳しい。すなわち、テーマ型投資の過去の投資パフォーマンスは貧弱で、そのインパクトは限定的であり、SDGsは投資フレームワークとしてよりは、ステッカーのセットとして使われる傾向があると評価している(247-48頁)。

フランスのある金融機関の調査では、SDGsの17の目標のうち、投資家の40%以上が「投資可能性が高い」と答えているのは、5つだけであった。また、ブラックロックはSDGsが財務的に重要であると判断されるのは、採取・鉱物加工、インフラ、食品・食料の3つのセクターだけであるとしている。SDGsに関する限り、個人投資家、機関投資家を問わず、「気候変動対策」が最も高い関心を集め、投資対象としてトップになっている(261-63頁)。

しかし、現実には炭素排出量は増加し続けており、目標とする2030年までの達成はほぼ不可能である(265頁)。著者たちも目標の達成には悲観的である。

終章は、本書を締め括るまとめである。各章の21の提言を再録し、必要な要素として、単純化、パーソナル化、インパクトに整理している。現状、サステナブル投資には、夥しい用語、基準、アプローチがあり、曖昧さが特徴となっている。このため、早期に明確なルールを設定することが必要である(単純化)。また、サステナブルな目標を追求するためには、画一的なモデルではなく、文化的・宗教的な心情や、個人の嗜好性など、多様性を許容することで、付加価値のあるサービスを提供することが必要である(パーソナル化)。そして、現実世界へのポジティブな影響を高めることを中心的な目標とする必要がある。そのためには、上場企業と対話を進め、アクティビスト的な態度を採用する

ことが必要である(インパクト)(332-37頁)。

その上で、著者はプライベート市場が善をなす最大の可能性を秘めていると評価する。その理由は、そこでは企業が支配権を購入し、強力で効果的な変化を生み出すことができるからという。プライベート市場への投資をマルチアセット・ポートフォリオに組み入れることで拡大することができるかと主張する(336頁)。現状、モーニングスターによると、2022年初頭にサステナブル・ファンドと称するファンドは世界で6,500本近くあるという。

しかし、それを組み入れたポートフォリオの投資パフォーマンスは決して良くない(第7章、288-89頁)。オルタナティブ資産の組入れと、個人の嗜好に合わせたカスタマイズを推進することが必要であると提言している(290-91頁)。

6

本書の特徴は、長年、現実にサステナブル投資に関わってきた著者たちによる、これまでの学術的な分析についてのサーベイも踏まえた、冷静で公平な評価であろう。サステナブル投資市場を構成するそれぞれのセグメント市場の現状と課題、そして将来予想について、決して悲観的ではないが、過度に楽観的でもない。例えば、各サステナブル市場の現状について消極的な評価が示され、将来について抱える課題についても多くの課題があり、その取組みに向けた提言が行われている。また、国連のSDGsの実現可能性についても忌憚らない評価が下されている。

各セグメント市場は未だ発展途上にあり、企業、民間金融機関やプロバイダーなどによる統一性のない情報提供の段階を経て、国際機関、

そしてそれに歩調を合わせた各国による情報開示の基準や格付けといった市場インフラの整備もようやく本格的な取組みが始まっている。

日本では、2015年に GPIF（年金積立金管理運営独立行政法人）が国連の責任投資原則（PRI）に署名した。また、企業は ESG 情報を含む非財務情報の開示を推奨され、そのための開示基準が提供されている。

金融庁は2020年12月に「サステナブルファイナンス有識者会議」を設置し、翌年6月に報告書を公表している（なお、2024年7月9日にその第四次報告書が公表されている）。また、同年10月にはソーシャルボンド・ガイドラインを

公表、24年3月にはインパクト投資の基本的指針を策定するなど、サステナブルファイナンスの発展に向けた環境整備に取り組んでいる。

また、2021年に改訂されたスチュワードシップ・コードでは、機関投資家は ESG に関して企業と中長期的な価値の向上に向けた建設的な対話を行うことが推奨されている。

このように、日本でもサステナブルファイナンスに対する関心が高まっており、その投資市場の国際的な現状、課題、そして将来について詳細に分析した本書は多くの示唆を提供してくれるであろう。

（当研究所名誉研究員）