

「真の ESG 投資」に資する ESG 投資戦略の明確化 —ESG 統合フレームワークの活用による ESG 統合の深化への期待—

富永 健司

■ 要 約 ■

1. 昨今、ESG 投資を行う運用会社に対して、ESG 投資を見せかける行為に対する規制当局の監視が強化されている。例えば、米証券取引委員会（SEC）は 2022 年 5 月、米大手銀行のバンクオブニューヨーク（BNY）メロン傘下の BNY メロン・インベストメントアドバイザーに対して、同社が管理運用する ESG 関連の投資信託における虚偽表示及び記載漏れを理由に 150 万ドルの制裁金を課した。こうした動きに関連して、ESG 投資を行う運用会社にとって、ESG 投資戦略を明確化する重要性が高まっている。
2. ESG 投資戦略の明確化においては、投資残高が大きく、多様な実務慣行が存在する ESG インテグレーション（ESG 統合）の重要性が高いと推察される。CFA 協会及び責任投資原則（PRI）事務局は 2018 年及び 2019 年に、市場関係者が ESG 統合の手法を分析・特定する際に参照できる、ESG 統合フレームワーク（ESG Integration Framework）の開発を公表した。
3. 同フレームワークは、ESG 統合手法を、①リサーチレベル、②証券レベル、③ポートフォリオレベル、に分類するものである。ESG 統合フレームワークの特徴としては、①具体的な事例に基づいた粒度の細かい（詳細な）フレームワークであること、②投資分析プロセスに基づいた視点が含まれていること、等が挙げられる。
4. 欧米の運用会社 3 社の ESG 統合を含む ESG 投資の取り組み事例を見ると、リサーチ及びポートフォリオレベルを中心とした幅広い ESG 統合が実施されているようである。今後、ESG 統合の取り組みの深化と理解度向上が、運用会社の ESG 投資戦略の明確化を促し、ESG 投資を行う投資家の裾野の更なる拡大につながると共に、見せかけではない「真の ESG 投資」の発展に寄与することが期待される。

野村資本市場研究所 関連論文等

- ・富永健司「IOSCO 報告書に見る ESG 評価・データの活用及び対話の重要性」『野村サステナビリティクォーターリー』2022 年春号。
- ・富永健司「ESG 投資の拡大と市場参加者に求められる ESG 評価の理解—ESG 評価の特徴と評価間のばらつき事例—」『野村サステナビリティクォーターリー』2021 年秋号。

I 重要性が高まる ESG 投資戦略の明確化と ESG 統合

昨今、ESG投資を行う運用会社に対して、ESG投資を見せかける行為に対する規制当局の監視が強化されている。例えば、米証券取引委員会（SEC）は2022年5月、米大手銀行のバンクオブニューヨーク（BNY）メロン傘下の BNY メロン・インベストメントアドバイザーに対して、同社が管理運用する ESG 関連の投資信託（ESG 投信）における虚偽表示及び記載漏れを理由に 150 万ドルの制裁金を課した¹。また、ドイツ銀行傘下の運用会社である DWS は 2022 年 6 月、CEO（当時）である Aoka Woehrmann 氏が、DWS 及び自身に対する告発に係る責任をとり辞任することを発表した²。これに先立つメディア報道によれば、SEC 及びドイツ連邦金融監督庁（BaFin）が、DWS の資産運用におけるサステナブル投資の基準に係る調査を実施していた³。

こうした動きに関連して、ESG投資を行う運用会社にとって、ESG投資戦略を明確化する重要性が高まっている。SEC は 2022 年 5 月、ファンドの主要な投資戦略における ESG 要素の考慮方法に係る追加的な開示を求める意見募集を開始することを公表した⁴。

国内においても、金融庁は、ESG投信を取り扱う運用会社に対して、「企業価値に影響を与える ESG 要素をどのように特定・評価しているのか、ポートフォリオの決定にどのように活用しているのか、ESG 関連の事業機会の向上と事業リスクの低減に向けたエンゲージメント・議決権行使をどのように行っているか等について、明確に説明できるよう、運用プロセスの高度化や開示の充実に取り組むことが重要」との見方を示している⁵。

ESG投資戦略の把握・明確化においては、ESG投資手法別の投資残高において金額が最も大きく⁶、ネガティブスクリーニング等と比べて多様な実務慣行が存在すると指摘される ESG インテグレーション（ESG 統合）⁷の重要性が高いと推察される。この点に関連して、CFA 協会及び責任投資原則（PRI）事務局は 2018 年及び 2019 年に、欧州・中東・アフリカ、米州、アジア太平洋等の幅広い国・地域を対象とした ESG 投資に係る調査を実施した上で ESG 統合は相対的に黎明期にあるとの見解を示すと共に、市場関係者が ESG 統合の手法を分析・特定する際に参照できる、ESG 統合フレームワーク（ESG Integration

¹ Securities and Exchange Commission, “SEC charges BNY Mellon Investment Adviser for misstatements and omissions concerning ESG considerations,” May 23, 2022.

² DWS, “Asoka Woehrmann to resign, Stefan Hoops appointed new CEO,” June 1, 2022.

³ Responsible investor, “BaFin and SEC investigate DWS over ESG allegations,” August 26, 2021.

⁴ Securities and Exchange Commission, “Enhanced disclosures by Certain Investment Advisers and Investment Companies about environmental, social, and governance investment practices,” May 25, 2022.

⁵ 金融庁「資産運用業高度化プログレスレポート2022」2022年5月27日。

⁶ Global Sustainable Investment Alliance, “Global Sustainable Investment Review 2020,” July 2021.

⁷ ESG投資において、ESGインテグレーション（ESG Integration）は狭義の意味で、「通常の運用プロセスにESG要因を体系的に組み込んだ投資」と定義される（日本サステナブル投資フォーラム「サステナブル投資残高調査2021」2022年3月31日）。他方、ESGインテグレーションは、ESG要素を考慮するより幅広い手法を含めた意味で使用されることがある。そこで、本稿では、両者の意味を区別する目的で、ESGインテグレーションがESG要素を考慮するより幅広い手法を含めた意味で使用されていると考えられる場合は「ESG統合」との用語を使用する。

Framework) の開発を公表した⁸。当該フレームワークは、ESG 統合を行う際のガイダンスとしての役割を持つと共に、市場参加者が ESG 統合の手法を把握・理解する枠組としても参考になると思われる。

本稿では、CFA 協会及び PRI 事務局の ESG 統合フレームワークに係る手法を概観した上で、ESG 統合を含む ESG 投資の取り組み事例を示し、ESG 統合フレームワークから得られる示唆を整理する。

II ESG 統合フレームワークの概要

CFA 協会及び PRI 事務局は、ESG 統合を実施する際のガイダンスが求められているとの問題意識から、市場関係者が ESG 統合の手法を分析・特定する際に参照できる枠組として、ESG 統合フレームワークを開発した。同フレームワークによれば、ESG 統合は、① ESG 関連の情報収集、マテリアリティ（重要課題）の分析、アクティブオーナーシップ等に係るリサーチレベル、②企業価値評価等に係る証券レベル、③投資判断等に係るポートフォリオレベル、に関連する手法に分類される⁹。以下では ESG 統合が相対的に進展しているとされる株式を対象とした ESG 統合の手法を中心に示すこととする。

1. リサーチレベル

リサーチレベルの ESG 統合手法は、定性分析、アクティブオーナーシップ、に大別される。定性分析については、①企業に対する調査票・ESG 関連の社内調査等の調査に関するもの、②警告指標・監視リスト等のリスク把握に関するもの、③SWOT 分析¹⁰・マテリアリティ枠組等のリスク及び機会の分析に関するもの、④ESG 統合リサーチノート・リサーチダッシュボード¹¹・会議における ESG に係る議題の設定等の分析アウトプットに関するもの、があると考えられる（図表 1）。

リスク把握に係る手法である、警告指標・監視リストは ESG リスクが発現した際の、負の財務的影響を抑制することが狙いである。具体的には、ESG のパフォーマンスが低水準である企業について、リサーチダッシュボード等で警告が示され、監視リストに含められるとの事例が挙げられる。

ESG 要素のリスク及び機会に関連する、マテリアリティ枠組に係る分析は、ESG に関連するリサーチノート等を活用した社内調査により実施されることがある。また、社内調査・分析の結果の活用について、会議において、ESG に係る議題が設定されることで共有が図られるとの事例がある。

⁸ CFA Institute and PRI, “ESG integration in the Americas: markets, practices, and data,” September 13, 2018; CFA Institute and PRI, “ESG integration in Asia Pacific: markets, practices and data,” May 13, 2019; CFA Institute and PRI, “ESG integration in Europe, the Middle East, and Africa: markets, practices, and data,” March 18, 2019.

⁹ CFA Institute and PRI, “Guidance and case studies for ESG integration: equities and fixed income,” September 13, 2018.

¹⁰ 強み [strengths]、弱み [weakness]、機会 [opportunities]、脅威 [threats]。

¹¹ 関連指標、図表等が一覧できるツール。

図表1 リサーチレベル（定性分析）の ESG 統合手法

手法	詳細
企業に対する調査票	企業による開示情報が不足している際、ESG データ及び関連情報を収集するために、企業に対して質問票を送付
警告指標	ESG リスクが高水準にある場合、リサーチノート、ダッシュボード等において、警告を表示
監視リスト	ESG リスクが高水準にある場合、定期的なモニタリングの対象となる監視リストに追加
ESG 関連の社内調査	各種データソースに基づき、ポートフォリオ及び投資ユニバース（投資対象の銘柄群）の全証券に対して独自の ESG 調査／見解／スコアを構築
SWOT 分析	伝統的な SWOT（強み〔strengths〕、弱み〔weakness〕、機会〔opportunities〕、脅威〔threats〕）分析に ESG 要素を考慮
マテリアリティ枠組	セクター及び国に係る、主要な ESG リスク及び機会を含むマテリアリティ／サステナビリティ枠組を構築。同枠組は、投資判断実行時に参照されると共に定期的に更新される
ESG 統合リサーチノート	伝統的な財務情報・分析及び ESG 情報・分析が含まれるリサーチノート／クレジットノートを活用
一元化されたリサーチダッシュボード	実務家が伝統的な財務指標及び ESG 情報を同時に分析可能となるように、伝統的な財務データ及び ESG データを、単一のプラットフォーム（ダッシュボード／データベース）に保持
（委員会）会議における ESG に係る議題設定	投資チームが会議において ESG に係る議題を設定。ESG に係る戦略、ポートフォリオの ESG に係るパフォーマンス、不祥事に係る銘柄等を議論するために、委員会等を招集

（出所）CFA Institute and PRI, “ESG integration in Europe, the Middle East, and Africa: markets, practices, and data,” March 18, 2019、を基に野村資本市場研究所訳

図表2 リサーチレベル（アクティブオーナーシップ）の ESG 統合手法

手法	詳細
議決権行使	体系的なプロセスに基づき、経営陣、決定投票前の株主決議に厳格な分析を実施
個別／協働／政策エンゲージメント	<ul style="list-style-type: none"> ESG 慣行・ESG 開示の改善を目的として、企業との間で ESG 課題及び戦略に係るコーポレートエンゲージメントを実施 ESG 要素の統合・ステewardシップ・開示等を含む ESG 関連の基準を明確化することを目的として、金融政策、規制、業界規範に係る政策立案者・規制当局・利害関係者グループ（例：業界団体又は基準設定組織）との政策エンゲージメントを実施 コーポレートエンゲージメント及び政策エンゲージメントは意見交換及び継続的な進捗のモニタリングを含むプロセスにより実施。これらのやり取りは、単独又は他の投資家と共同で行われる

（出所）CFA Institute and PRI, “ESG integration in Europe, the Middle East, and Africa: markets, practices, and data,” March 18, 2019、を基に野村資本市場研究所訳

他方、アクティブオーナーシップに係る事例として、議決権行使、個別／協働／政策エンゲージメント、が挙げられる（図表2）。

2. 証券レベル

証券レベルの事例については、リサーチレベルと比較して、定量的に ESG 統合が行われることが特徴である（図表3）。ESG 要素の定量化が可能である際、企業価値評価に関連する、財務情報、財務比率が調整される。また、ESG 要素の企業価値への影響を理解するために、ベースとなる企業価値を定め、ESG 要素の変化に応じて、割引率、成長率等を調整するとの事例がある。また、企業価値評価時に、類似企業の利益、売上等にマルチプル（倍率）をかける評価手法においても、ESG 要素を考慮することでマルチプルの調整が

図表 3 証券レベルの ESG 統合手法

手法	詳細
財務情報の予想値	ESG 要素の影響を考慮し、財務情報の予測値を修正
財務比率の予想値	財務情報及び将来キャッシュフローの予測値に対して ESG 要素を考慮した上で、財務比率への影響を評価
企業価値評価モデルの変数	ESG 要素を考慮し、企業価値評価モデルの変数(例: 割引率、成長率等)を修正
企業価値評価のマルチプル	ESG 要素を考慮し、企業価値評価のマルチプル(倍率)を修正
証券の感度/シナリオ分析	ベースケースの企業価値と ESG を統合した価値との比較分析を実施

(出所) CFA Institute and PRI, “ESG integration in Europe, the Middle East, and Africa: markets, practices, and data,” March 18, 2019、を基に野村資本市場研究所訳

行われるとの事例が示されている。これに加えて、ESG 要素の企業価値への影響については、関連する変数を個別に変化させるか、特定のシナリオを設定し、影響度を確認するとの事例がある。

3. ポートフォリオレベル

ポートフォリオレベルの ESG 統合の手法は、リスク管理、ポートフォリオ構築、アセットアロケーション、に大別される(図表 4)。リサーチレベルの ESG 統合の手法は、投資ユニバース(投資対象の銘柄群)の決定に係るものが多いのに対して、ポートフォリオレベルでの ESG 統合の手法は、投資先企業の選定・リスク管理・アセットアロケーション等による、ポートフォリオの構築及び管理に係るものが多いことが特徴である。

リスク管理の事例として、ESG リスクエクスポージャーを管理・軽減するために、企業・セクター・国・通貨のウェイトを調整することが挙げられる。リスク管理のモデルであるバリューアットリスク分析に ESG 要素を考慮するケースもある。

ポートフォリオにおける ESG 評価を行う際、ベンチマークとなるポートフォリオの ESG スコアを上回ることを目指すとの事例がある。一部の投資家は、特定の低炭素移行シナリオを基にポートフォリオを調整する。

また、ESG 要素がアセットアロケーションの判断に統合されることはそれほど多くないものの、ESG 統合が実施されれば、より投資判断の質が向上するとの見解が示されている。シナリオ分析について、一部の投資家は、エネルギーセクターへの投資に対して、気候関連シナリオを活用して、ストレステストを実施することがある。

ESG 統合フレームワークの特徴として、①ESG 関連の情報収集、マテリアリティの分析、アクティブオーナーシップ等のリサーチレベル、②企業価値評価等の証券レベル、③ポートフォリオの投資判断に係るポートフォリオレベル、といった投資分析プロセスに基づき ESG 統合手法が示されていることが挙げられる。

図表 4 ポートフォリオレベルの ESG 統合手法

項目	手法	詳細
リスク管理	ESG・財務リスクエクスポージャー及び上限	ESG リスク及び機会の変化、リスク上限について、企業・セクター・国・通貨についての定期レビュー及び監視を実施
	バリュアットリスク分析	バリュアット・リスクモデルにおいて ESG 要素を考慮
	ポートフォリオシナリオ分析	ESG 要素によるポートフォリオのリスク及びリターンへの影響度評価を目的として、各種 ESG シナリオを実施
ポートフォリオ構築	ESG プロファイル (ベンチマーク対比)	ポートフォリオの ESG プロファイルについての、ESG リスクが高い証券に対する調査を、ベンチマーク対比で実施
	ポートフォリオ・ウェイトング	ポートフォリオにおける ESG リスクエクスポージャーの抑制、リスク上限の超過の回避を目的として、企業・セクター・国・通貨の調整を実施
	ポートフォリオシナリオ分析	ESG 要素によるポートフォリオのリスク及びリターンへの影響度評価を目的として、各種 ESG シナリオを実施
アセットアロケーション	ストラテジック・アセットアロケーション	ストラテジック・アセットアロケーションにおいて、ESG リスクの軽減と財務パフォーマンス向上を目的として、ESG に係る目的及び分析を考慮
	タクティカル・アセットアロケーション	タクティカル・アセットアロケーションにおいて、短期的な ESG リスクの軽減のために、ESG に係る目的及び分析を考慮
	ポートフォリオシナリオ分析	ストラテジック・アセットアロケーション及びタクティカル・アセットアロケーションへの ESG 要素の考慮を目的として、各種 ESG シナリオを実施

(注) ストラテジック・アセットアロケーションは、中長期的観点から、経済、市場動向等に基づく資産配分の方針を設定する運用手法。タクティカル・アセットアロケーションは、短期のアセットアロケーション戦略の一つで、景気変動や市場の変化に応じて、資産配分比率を機動的に変更する運用手法。

(出所) CFA Institute and PRI, “ESG integration in Europe, the Middle East, and Africa: markets, practices, and data,” March 18, 2019、を基に野村資本市場研究所記

III ESG 統合を含む ESG 投資の取り組み事例

本章では欧米で ESG 投資を行う、①ロベコ、②フェデレーテッド・ハーミーズ、③アラベスク・アセットマネジメント、を事例として取り上げる。内容については、ESG 統合を含む ESG 投資全般の取り組みを示す。なお、本事例分析は、公表情報によるものである。

ロベコはリサーチ・証券・ポートフォリオレベルの幅広い ESG 統合を行っているとの印象を受ける。フェデレーテッド・ハーミーズはリサーチレベルの特にエンゲージメントを通じた ESG 統合を強化していると見られる。アラベスク・アセットマネジメントは、定量手法を活用しポートフォリオレベルを中心とした ESG 統合を実施していると思われる。これらの特徴を踏まえて各社の具体的な取り組みを示す。

1. ロベコ

1) 概要

ロベコは 1929 年にオランダで創業した資産運用会社で、株式・債券等の幅広いアクティブ運用の投資ソリューションを提供している。ロベコは、①ファンダメンタル、②サステナビリティ、③クオンツ、という 3 つの分野のリサーチを独自の方法で融合

させ、革新的な運用戦略を提供している。ロベコの運用資産額は 3,890 億ユーロ（2021 年時点）であり、このうち ESG 要素を統合した運用資産総額は 1,950 億ユーロである。

ロベコのサステナブル投資のブランドであるロベコ SAM は、1995 年にスイスで創業したサステナブル投資に特化した資産運用会社である SAM（Sustainable Asset Management）を前身としている。SAM は、1999 年に初めて世界の上場企業を対象として、ESG に関する質問票による調査である CSA（コーポレート・サステナビリティ評価）を開始した。ロベコは 2006 年 12 月に SAM を買収し、サステナブル投資の専門知識やリサーチを組み込むブランドとして活用してきた。

2013 年 2 月には、日本の多角的金融サービスグループであるオリックスが、ラボバンクからロベコの株式 90.01%を取得することで合意したと公表した¹²。その後、ロベコは 2019 年 11 月、ロベコ SAM の CSA を含む ESG 評価事業を S&P グローバルに譲渡することに合意したと発表した¹³。ロベコ及びロベコ SAM は当該取引により、中核となる資産運用業におけるサステナブル投資リサーチ、ESG データの活用に重点を置くこととなった。

2) ESG 投資の取り組みと ESG 統合

ロベコは、サステナビリティが投資資産のリターンの最大化に寄与するとの考え方を重視している。サステナブル投資において、ロベコは財務面のマテリアリティに焦点を当てると共に、社会全体に対する便益も考慮することが義務であるとの考え方を示している。ロベコのサステナビリティ関連の商品及びサービスの革新及び強化は、①サステナビリティ投資関連のリサーチ、②ポートフォリオ管理、③ガバナンス及びアクティブオーナーシップ、の分野の専門チームが緊密に連携することで進められてきた¹⁴。

サステナビリティ関連リサーチにおいて、ロベコ SAM は CSA 等の情報を基に、企業規模・上場地域・業種等によるバイアス¹⁵を調整したスマート ESG スコアを算出し、投資判断に活用している¹⁶。

ロベコ及びロベコ SAM は、ESG 関連の基準（ESG 基準）を投資戦略に統合している。同社は 2001 年より、「ファンダメンタル株式投資」に係る判断に国及び企業の ESG 基準を導入している。アナリストは、ESG 基準の株式価値への影響を定量化し、当該分析に基づき目標株価を調整している。

¹² オリックス「オリックスがロベコグループを買収」2013 年 2 月 19 日。

¹³ Robeco, “RobecoSAM to transfer the SAM ESG Ratings and ESG benchmarking business to S&P Global,” November 21, 2019.

¹⁴ Robeco, “The big book of SI Sustainability Investing - meeting the needs of the present generation without compromising those of generations to come,” July 2018.

¹⁵ 内容等の偏りとそのことで生じる偏った見方又は分析結果。

¹⁶ スマート ESG スコアは 2013 年頃に導入された。

そして、同株式投資チームは、マテリアリティの分析及び CSA 関連情報に基づき、マテリアリティに係る企業のパフォーマンスを分析し、競合他社と比較し、当該分析を投資機会の評価に組み込む。アナリストは、ESG 要素が企業の売上高成長率又は利益率に影響する可能性があれば、資本コスト又は財務情報の予測値を調整する。

さらに、投資チームは、アクティブオーナーシップの専門家と連携し、企業の ESG プロファイルを向上させ、財務パフォーマンスを改善させることを目的として、エンゲージメントを実施する。

ロベコの全てのファンダメンタル株式投資戦略は、除外ポリシー (exclusion policy) に従う。当該ポリシーにおいては、国際連合 (国連) グローバル・コンパクトの違反後、3 年間のエンゲージメントにおいても改善が見られない場合には、投資ユニバーサから除外する。また、非人道兵器 (controversial weapon) の製造、煙草業界、一般炭 (thermal coal)、銃器 (firearms)、軍事契約、児童労働、に係る投資除外を実施している。

他方、「定量株式投資」に係るポートフォリオの構築においては、一定のアルゴリズムによって、ロベコ SAM の加重平均サステナビリティスコアが参照指数と同様の水準を維持するように調整される。当該戦略においては、スマート ESG スコアのシステムが活用されている。

また、ロベコは、「国債投資」において、国を対象にした ESG 評価である CSR (Country Sustainability Ranking) を早期警告システムとして活用している。これは、各国の ESG 評価の違いが債券のファンドの運用に大きな影響を与える可能性があることが理由である。CSR は、ESG 分野の 40 種類の指標が、15 種類の基準に統合された上で、環境分野に 20%、社会分野に 30%、ガバナンス分野に 50% のウェイト付けが行われて算出される (図表 5)。CSR は 2021 年 4 月時点で 150 か国を対象としている。

なお、ロベコは 2022 年 2 月のロシアによるウクライナ侵攻への対応として、ロシア国債を投資ユニバーサから除外した¹⁷。同社は当該措置については同社の除外ポリシーの基準に従うものとの立場を示した。また、同社はロシア政府が過半を保有する株式及び社債についても、投資制約を課している。

ロベコによれば、同社が国に対する評価に ESG 統合を実施していることがロシアに関連するリスクの特定と同国に対する慎重な投資スタンスにつながったとの見解を示した。ロシアは、同社の CSR による ESG スコアは低水準であり、過去 1 年で悪化していた。

また、ロベコの価値評価委員会 (valuation committee) が複数回開催され、公正価値ポリシー (fair value policy) 及び既存の株主を保護する手続きにより公正価値評価の調整が実施された。同委員会はロシア・英国・米国に上場するロシア企業 75 銘柄の価値評価をほぼゼロへと目減りさせる決定を行った。ロベコは、同社のロシア企業の社債に対するエクスポージャーは限定的であるとの見方を示した。

¹⁷ Robeco Institutional Asset Management B.V., "Annual Report 2021," April 21, 2022.

図表 5 CSR の基となる指標

分野	指標
環境	<ul style="list-style-type: none"> ・ 環境パフォーマンス指標 ・ 気候リスク指標 ・ ノートルダム・グローバル適応イニシアチブ (ND-GAIN) 国家指数 ・ 自然環境
社会	<ul style="list-style-type: none"> ・ エネルギートリレンマ指数 ・ 世界リスク指数 ・ 環境の質
ガバナンス	<ul style="list-style-type: none"> ・ 労働参加率(55~64 歳) ・ 退職年齢 ・ 健康 ・ ジェンダー格差指数 ・ 女性・ビジネス・法制度指数 ・ 人間の基本的ニーズ ・ 人間開発指数 ・ 包摂性 ・ 世界幸福度ランキング
	<ul style="list-style-type: none"> ・ 高齢者依存人口指数(2050 年) ・ 教育 ・ 経済格差 ・ ジニ係数 ・ 職場における子供の権利 ・ 経済衰退及び貧困 ・ 安全及び安心
	<ul style="list-style-type: none"> ・ 汚職の管理 ・ 経済グローバル化 ・ 政府の効率性 ・ 国家の正当性 ・ 世界の自由度 ・ 国民の発言力と説明責任 ・ 政治リスク評価 ・ 外部介入 ・ 金融開発指数 ・ 規制の質
	<ul style="list-style-type: none"> ・ 腐敗認識指数 ・ グローバル・イノベーション・インデックス ・ 法制度 ・ 人権 ・ 政治リスク評価 ・ 政治的安定／非暴力 ・ 経済的自由に係る指数

(注) エネルギートリレンマ指数は、①エネルギー安全保障、②エネルギーの公平性、③持続可能性に従って算出されるもの。ND-GAIN 国家指数は、気候変動による対応力を測るもの。

(出所) Robeco, “Country Sustainability Ranking update – summer 2021”、より野村資本市場研究所作成

また、ロベコ及びロベコ SAM は、「インパクト投資」によって、社会及び環境の改善を支援している。具体的な戦略として、株式及び債券を投資対象とする、二酸化炭素フットプリントの削減及び持続可能な開発目標 (SDGs) に係るものが挙げられる。

2. フェデレーテッド・ハーミーズ

1) 概要

フェデレーテッド・ハーミーズは、米国を本拠とする、グローバルな資産運用会社である。グローバル運用資産額は約 6,311 億ドルである (2022 年 3 月末時点)。

フェデレーテッド・ハーミーズは 1955 年に米国で創業後 (当時の名称はフェデレーテッド・インベスターズ)、幅広い資産運用サービスを提供し、運用資産額を拡大させた。フェデレーテッド・インベスターズは 2018 年、ESG 要素の統合及びスチュワードシップの取り組みを積極的に進めるハーミーズ・ファンド・マネージャーズ (ハーミーズ・インベストメント・マネジメントとして知られる) の過半数株式を

取得した¹⁸。これを機に、投資判断への ESG 統合が加速した。

ハーミーズ・インベストメント・マネジメントは 1983 年に、英通信大手のブリティッシュ・テレコム (BT) 及び郵便貯金 (Post Office) の年金運用を目的として設立された資産運用会社である。同社は 2004 年にスチュワードシップ関連サービスを提供するハーミーズ EOS (Equity Ownership Services) を設立した。フェデレーテッド・インベスターズによる 2018 年 4 月の買収発表時点で、同社の運用資産残高は約 330 億ポンドだった。

その後、フェデレーテッド・インベスターズ及びハーミーズ・インベストメント・マネジメントは、フェデレーテッド・ハーミーズとしてブランドの再統合を図ることとなった。

2) ESG 投資の取り組みと ESG 統合

フェデレーテッド・ハーミーズは、ESG 投資を進めるにあたり、全てのアセットクラスに対して積極的な ESG 統合を実施することにコミットしている。フェデレーテッド・ハーミーズの ESG 統合の取り組みの中心となっているのが、責任投資オフィス (Responsible Investment Office、RIO) である。RIO には、米英の拠点において、サステナビリティ分野を含む多様な経歴・専門性を持つメンバーが所属する。

フェデレーテッド・ハーミーズの ESG 統合は、①評価及びデータ、②マテリアリティ、③エンゲージメント、に分類される。

「評価及びデータ分析」に関して、フェデレーテッド・ハーミーズでは、①企業レベル、②ポートフォリオレベル、の分析ツールが活用される。企業レベルにおいては、企業の ESG エクスプロージャー等を評価するために、独自の ESG ダッシュボード及びガバナンスツールが活用されている。ESG ダッシュボードは、ESG 評価・データ提供機関によるリサーチが組み込まれている他、ハーミーズ EOS による企業とのエンゲージメントに係る情報も含まれる。

ESG ダッシュボードの最も重要な要素として、ハーミーズが 2012 年頃に開発した QESG スコア (Quantitative ESG score) が挙げられる。当該スコアは、同業他社との相対的な ESG リスクの管理状況を計測するものである。

「マテリアリティ」については、業種毎の違いが考慮され、各業種の ESG リスク及び機会が重視される。社内のマテリアリティ評価は、ESG データが限定的な小規模企業、高利回り企業、新興及び未上場企業、等への投資戦略に特に重要となる。投資チームは、SASB (サステナビリティ会計基準審議会) のマテリアリティマップ、独自の ESG ポートフォリオツール、ハーミーズ EOS の企業エンゲージメントのデータベースを活用する。

「エンゲージメント」においては、ハーミーズ EOS が中心的な役割を果たす。

¹⁸ Federated Hermes, “Federated Investors, Inc. to acquire majority interest in London-based integrated ESG manager Hermes Investment Management from BT pension scheme,” April 13, 2018.

ハーミーズ EOS は、エンゲージメントを実施する際、企業に対して計測可能な目標を設定し、①ハーミーズ EOS による懸念の提起、②当該課題についての企業による対応の認識、③企業による信頼できる戦略への取り組み等、④戦略又は措置の実施、の 4 段階のマイルストーンに基づき、定期的にレビューを実施する。

ハーミーズ EOS はエンゲージメントにあたり、毎年、①環境、②社会、③ガバナンス、④戦略、についての課題を特定する目先 3 年のエンゲージメント計画を策定している。2021～2023 年のエンゲージメント計画には、12 種類の主要テーマと、36 種類のサブテーマが含まれている（図表 6）。

図表 6 ハーミーズ EOS の 2021～2023 年のエンゲージメント計画

分野	主要テーマ	サブテーマ
環境	気候変動	<ul style="list-style-type: none"> ・ 戦略及び行動 ・ ガバナンス及びロビーイング ・ 開示
	自然資源に係るステewardシップ	<ul style="list-style-type: none"> ・ 生物多様性及び持続可能な土地利用 ・ 持続可能な食のシステム ・ 水ストレス(水需給に関する逼迫の程度)
	汚染、廃棄物及び循環経済	<ul style="list-style-type: none"> ・ 有害物質管理 ・ 廃棄物及び循環経済イニシアチブ ・ 重大な汚染事故
社会	人権及び労働基本権	<ul style="list-style-type: none"> ・ バリューチェーンの人権 ・ 基本的権利の保護 ・ 先住権と伝統社会
	人的資本管理	<ul style="list-style-type: none"> ・ ダイバーシティ及びインクルージョン ・ 雇用条件 ・ 健康・安全・ウェルビーイング
	行動・カルチャー・倫理	<ul style="list-style-type: none"> ・ 倫理カルチャー及び贈収賄・汚職防止 ・ 人工知能及びデータガバナンス ・ 責任ある税務慣行
戦略、リスク及びコミュニケーション	企業報告	<ul style="list-style-type: none"> ・ 監査及び会計 ・ サステナビリティ報告 ・ 統合報告
	リスク管理	<ul style="list-style-type: none"> ・ 深刻なオペレーショナル・リスク ・ サイバーセキュリティ ・ 製品リスク
	事業パーパス(存在意義)及び戦略	<ul style="list-style-type: none"> ・ 事業パーパス ・ 資本配分 ・ 長期的なサステナブル戦略
ガバナンス	ステークホルダーの保護及び権利	<ul style="list-style-type: none"> ・ 基本的な保護と権利 ・ 少数派の保護と権利 ・ 投資家エンゲージメント
	役員報酬	<ul style="list-style-type: none"> ・ 構造及び指標 ・ 透明性及び開示 ・ 支払い額
	取締役会の効率性	<ul style="list-style-type: none"> ・ 構成と構造 ・ ダイナミクス及びカルチャー ・ 評価及び後継者育成

(出所) Federated Hermes, “2020-2021 Corporate Sustainability Report”、を基に野村資本市場研究記

3. アラベスク・アセットマネジメント

1) 概要

アラベスクグループは 2013 年、英金融大手のパークレイズからマネジメント・バイアウト（MBO）により独立する形で創業した。同グループは、①資産運用業を行うアラベスク・アセットマネジメント、②ESG 評価事業を行うアラベスク S-Ray¹⁹、③AI 技術エンジンを活用した投資アドバイザー事業を行うアラベスク AI より構成される²⁰。

アラベスク・アセットマネジメントは、テクノロジー及び ESG 分析が投資家に新たな投資体験を提供しうるとの信念のもとに設立された。同社の全ての投資戦略は、ルールに基づく定量的な投資プロセスに従う。アラベスク・アセットマネジメントの運用資産額は約 4.12 億ドル（2021 年 9 月末時点）である²¹。

投資戦略において ESG 手法を実施する責任は、サステナビリティ委員会が担う。同委員会は、6 人のメンバーから構成される（2021 年 10 月時点）。サステナビリティ委員会の責任として、①全ての投資戦略及び商品における ESG 要素の統合についての監視、②投資戦略及び商品における ESG リサーチ及び評価手法の開発・強化の承認、③PRI 事務局への報告、議決権行使、エンゲージメント活動を含む外部報告の監督、等が挙げられる。

2) ESG 投資の取り組みと ESG 統合

アラベスク・アセットマネジメントは、ESG 投資にあたり、企業の長期的な財務パフォーマンス及びサステナビリティ関連のパフォーマンスを計測・定量化する独自のツールを開発してきた。アラベスクの投資プロセスにおいては、アラベスク S-Ray が算出する、①ESG スコア、②GC スコア²²（グローバル・コンパクトスコア）、③気温スコア²³、等が活用される。

アラベスクは、①スクリーニング、②ESG インテグレーション、③テーマ型投資、といった投資手法に基づいて、ESG 投資を行う²⁴。

スクリーニングにおいては、ESG スコア、GC スコア、が活用されており、一定水準より低いスコアの企業については、投資ユニバースから除外される。また、規範に基づくスクリーニングにおいて、事業慣行の最低基準に満たない企業は投資ユニバースから除外される。こうしたスクリーニングを実施する目的としては、①ESG リスク削減及び

¹⁹ アラベスク S-Ray の ESG 評価については、富永健司「人工知能（AI）技術を活用する ESG 評価の現状と課題」『野村サステナビリティクォーターリー』2022 年冬号、を参照。

²⁰ アラベスク S-Ray は 2017 年に、アラベスク AI は 2019 年に、アラベスク・アセットマネジメントよりスピノフする形で設立された。

²¹ Arabesque, “Arabesque stewardship report,” October 2021.

²² 国連グローバル・コンパクト（UNGC）原則に基づいて企業行動規範を評価するものであり、レピュテーションリスクを測る枠組。

²³ 企業による世界の気温上昇への影響度を図るもの。

²⁴ Arabesque Asset Management, “Our approach to sustainable investing.”

中長期の機会獲得、②レピュテーション（風評）リスクの抑制、が挙げられる。

さらに、個々の投資家の倫理観に整合する投資戦略の実行を可能にするため、選好フィルター（Preference filter）と呼ばれる、企業による特定事業への関与度合いの閾値を設定するスクリーニングツールが提供されている。例えば、特定の選択されたフィルターについて企業の収益の 5%以上との閾値を設定した場合、閾値を超える企業は投資ユニバースから除外される。

ESG インテグレーションにおいては、ESG 要素を、投資分析及びポートフォリオの構築において、明示的及び体系的に考慮している。アラベスク S-Ray の ESG スコアは、投資判断の際に、伝統的な金融ファクターと共に考慮される。スクリーニングの実施については、投資ユニバースを構築することが目的である一方、ESG インテグレーションでは、ポートフォリオの最適化を図る観点で、証券の選定及び重み付けが実施される。

こうした取り組みの狙いは、①ESGに係るリスク及び機会の重みづけを、伝統的なファクターの分析と共に実施すること、②ESGに係る特性についてのパフォーマンスが最も良い企業のエクスポージャーを高めること、である。テーマ型投資においては、環境又は社会的な貢献と共に魅力的なリスクリターンを組み合わせることを目指している。

アラベスク・アセットマネジメントは、ビジネス及び受託者責任の観点でアクティブオーナーシップを重視している。同社は、①情報の透明性、②環境、③ガバナンス、④社会、の原則に基づいて、企業に ESG パフォーマンス及びリスク管理慣行の改善を求めている。同社は情報の透明性について、企業は、情報の透明性と開示拡大を支援する必要がある、このことがデータの質、データの取得性及び透明性の向上につながるとの見解を示している。

同社は、企業は環境課題に対して予防的な手法を取り、気候変動、生物多様性、エネルギー、水の効率性等に係るイニシアチブに取り組むべきとの立場を示している。ガバナンスについては、企業は、経営者の説明責任、リスク管理及び汚職防止を強化し、健全なガバナンス体制、資本構造を有するべきとの見方を示している。社会については、企業は、従業員の権利、多様性、顧客対応、差別・児童及び強制労働等の排除、を通じて人間と労働者の権利を支持すべきとの原則を示している。

アラベスク・アセットマネジメントは、こうした原則に沿って、①議決権行使、②協働アクション、を行う。このうち、議決権行使については、ドイツ取引所グループ傘下で、議決権行使助言会社の世界大手であるインスティテューショナル・シェアホルダー・サービスズ（Institutional Shareholder Services）のグループ会社の ISS ガバナンスと提携し、議決権行使活動を実施している。

また、アラベスク・アセットマネジメントは、同様のエンゲージメント方針がある投資家の協働アクションは、より高い効果を生み、評判・規模等の観点から変化を生じさせる可能性も高いと考えている。協働アクションの観点では、①非営利組織

(NPO) とのエンゲージメントにおける連携、②電子プラットフォームを通じたエンゲージメント機会の特定、等を実施する。

欧米の運用会社 3 社の ESG 投資の取り組みにおいては、リサーチレベル、証券レベル、ポートフォリオレベルの、幅広い ESG 統合が実施されているようである。特にリサーチ及びポートフォリオレベルに係る ESG 統合が比較的多く実施されているとの印象を受ける。

IV ESG 統合フレームワークの活用と ESG 統合の深化への期待

ESG 投資は昨今拡大が継続しているものの、その手法は多様である。CFA 協会及び PRI 事務局は、ESG 統合は相対的に黎明期にあるとの見解を示すと共に、市場関係者が ESG 統合の手法を分析・特定する際に参照できる、ESG 統合フレームワークを開発した。

同フレームワークは、ESG 統合手法を、①リサーチレベル、②証券レベル、③ポートフォリオレベル、に分類するものである。欧米の運用会社 3 社の ESG 統合を含む ESG 投資の取り組み事例を見ると、リサーチ及びポートフォリオレベルを中心とした幅広い ESG 統合が実施されているようである。

ESG 投資の分類には、一般に、世界持続可能投資連合 (Global Sustainable Investment Alliance、GSIA) の定義が用いられることが多い²⁵。GSIA の ESG インテグレーション等の分類と比較した ESG 統合フレームワークの特徴としては、①具体的な事例に基づいた粒度の細かい (詳細な) フレームワークであること、②投資分析プロセスに基づき ESG 統合手法が示されていること、等が挙げられる。

ESG 統合フレームワークは、実務で行われている手法を集め、市場参加者が ESG 統合の手法を分析・特定する際に参照できる枠組として開発されたことから、詳細な手法が含まれている。そのため、ESG 統合等を含む ESG 投資戦略をより詳細に検討・提示していく際には、当該フレームワークの内容が参考になり得る。

ESG 統合フレームワークについては、①ESG 関連の情報収集、マテリアリティの分析、アクティブオーナーシップ等のリサーチレベル、②企業価値評価等の証券レベル、③ポートフォリオの投資判断に係るポートフォリオレベル、といった投資分析プロセスに基づいて ESG 統合手法が示されている。すなわち、投資分析プロセスの把握を通じてより具体的に投資手法の内容を理解することが可能であると言える。

ESG 投資戦略を明確化する要請が高まる中、ESG 統合フレームワーク等の枠組に基づく分析は、ESG 統合の把握とともに、ステークホルダーへの説明責任を果たす上でも意義があると考えられる。今後、ESG 統合の取り組みの深化と理解度向上が、運用会社の ESG 投資戦略の明確化を促し、ESG 投資を行う投資家の裾野の更なる拡大につながるると共に、見せかけではない「真の ESG 投資」の発展に寄与することが期待される。

²⁵ Global Sustainable Investment Alliance, “Global Sustainable Investment Review 2020,” July 2021.