

運用者の視点からみる ESG 投資の現在

The Current Issues of ESG Investing from the Perspective of Investment Managers

ニッセイアセットマネジメント株式会社 株式運用部 専門部長
青山学院大学国際マネジメント学術フロンティアセンター 特別研究員
木下 靖朗

Yasuaki Kinoshita

(論文要旨)

本稿は、運用者の視点から ESG 投資の現状と今後の展望を論じたものである。国内ではガバナンス改革が進展し、過去は企業価値向上に対して消極的だった経営に焦点が集まり、国内株式相場ではバリュー相場が復活するという大きな変化があった。また、世界的には地政学リスクの高まりを受け、各国のエネルギー政策や政府の社会的責任の在り方が大きく変化した。そして、これらの要因から国内外において 2020 年代初頭以降、ESG 投資の退潮がより鮮明になった。運用者はその変化に対応し今日に至っているが、その対応の過程においては ESG の意義やその現実性に対して疑問を持つようになり、特に公益的な価値の最大化を優先するインパクト投資手法の実現可能性には懐疑的になったと思われる。ESG 投資の今後の命運は、インパクト投資の実現可能性の検証とアセットオーナーの意向や、ESG インテグレーションに関する運用者の取組等が左右することになるだろう。

(Abstract)

This paper discusses the current state and future outlook of ESG investing from an investment manager's perspective. Japan has undergone significant changes: as corporate governance reforms progressed, the focus shifted toward management practices that were previously reluctant to improve shareholder value, leading to a resurgence of the value factor in the domestic equity market. Meanwhile, rising geopolitical risks globally have fundamentally altered national energy policies and the nature of governmental social responsibility. Because of these factors, the retreat of ESG investing has become more pronounced both domestically and internationally since the early 2020s. While investment managers have adapted to these shifts, the process has led them to question the significance and practicality of ESG investing. In particular, there is a growing skepticism regarding the feasibility of impact investing that prioritizes the maximization of common good value. The future of ESG investing will likely depend on the verification of impact investing's feasibility, the intentions of asset owners, and the ongoing efforts of

asset managers regarding ESG integration.

1 はじめに

ESG 投資に対する投資家の取組が現在転換期を迎えている。2020 年代の初頭には、ESG, SDGs, サステナビリティという言葉が国内でも各種メディアで頻繁に報じられるようになり、資本市場だけではなく一般社会を巻き込む形で ESG への関心は高まっていった。そして、その結果として、ESG 投資には国内外を問わず多額の資金フローが流入した。しかしながら、その後は、2023 年に米国では四半期ベースでの資金フローが純流出となり(以降、純流出が継続)¹⁾、ESG 取組の最先端地域と見られていた欧州でもついには 2025 年に四半期ベースで初めて純流入から純流出に転じた²⁾。日本でも ESG 投資熱は沈静化している。

世界の投資家が ESG 投資に冷ややかな見方をするようになった背景として、トランプ大統領が 2 期目の就任以降次々と「反 ESG 政策」を打ち出していることや、欧州を中心とした規制当局が ESG 投資を巡る運用会社の過大なアピール(いわゆる「ESG ウォッシング」)への取り締まりを強化していることを指摘する向きが多い³⁾。前者は、トランプ大統領の就任に伴う運用環境、つまり外部環境の変化へ投資家等が対応した結果として ESG 投資熱が下火になったという解釈である。それに対して後者の解釈は、もともと ESG 投資とは呼べないような偽 ESG 商品が過大に市場に出てしまい、そのような商品が市場で淘汰される過程で生じた ESG バブルの調整といった意味合いが含まれている。

このように近年の ESG 投資市場では、米国における純流出の継続に加え、欧州でも 2025 年に四半期ベースで初めて純流出が観察されており、ESG 投資をめぐる資金フロー環境は明らかに変化している。もっとも、この変化は単なる政治的逆風などとしてのみ理解されるべきではなく、投資家がサステナビリティ情報にどのような価値を見いだしているかという需要面の変化として捉える必要がある。実際、Hartzmark and Sussman (2019) は、サステナビリティ評価の付与がファンドフローに有意な影響を与えることを示しており、投資家が ESG 関連情報に反応して資金配分を変化させることを明らかにしている。したがって、近年の流出局面も、ESG 選好そのものの消滅というより、ESG 投資の意味づけや期待収益に関する投資家の評価が再調整されている局面として理解する余地がある。

本稿の目的は、現在転換点を迎えている ESG 投資の現状を運用者の視点から整理し、本質的な議論をアカデミックな視点で活性化することにある。筆者は運用者の視点から ESG 投資を議論することが有用だと考えているが、その論拠は運用者(インベストメントマネジャー)が、年金基金等の機関投資家等(アセットオーナー)を顧客としており、アセットオーナーがどのように ESG 投資を捉えているのか、また ESG 投資に何を求めているのかを理解できる立場にある⁴⁾からだ。また、運用者は彼らの顧客であるアセットオーナーに対してステewardship 責任を負っており、その責任を果たすため投資先企業とのエンゲージメントには近年特に注力している。運用者は、投資先企業の中長期的な企業価値の拡大を目的と

し、企業経営者と取組課題を議論することを通じ、経営者の ESG 取組に関する意識や悩みを共有できる立場にもある⁵。

このように、運用者はアセットオーナーや企業経営者とともに構成するインベストメントチェーンの中心に存在し、ESG の転換点も多様な視点から全体像を把握できる立場にあると考えられる一方で、運用者の視点や実務が学術論文等を通じて研究者に共有される機会は十分とは言えず、研究者の視点からは資本市場で実際に何が起きているのかを実感する機会は限られている可能性がある。そのため、研究対象として注目度の高い ESG 投資の分野において運用者の視点が提供される意義は小さくないと判断される。

なお、本稿で論じる「運用者」や「運用者の視点」は、いわゆる「アクティブ投資家」や彼らの視点を指している。アクティブ投資家は、市場全体を指し示す株式指数などの株式インデックスを上回る投資リターン（超過収益）の獲得を目的とし、投資銘柄を選出して投資・運用を行う投資家（投資マネジャー）のことであり、本稿では特に断りがない限り、このアクティブ投資家の視点から議論を展開する。

また、アクティブ投資家は、自らが市場に勝つことを目的としているため、投資先企業の適正株価（適正企業価値）の算出（いわゆるバリュエーション評価）を非常に重視する。つまり、自ら算出する適正株価が現在の実際の株価よりも高ければ、その銘柄には上値余地が存在し、買い候補となるが、その反対に算出する適正株価が実際の株価を下回っている場合には、その銘柄は売り候補となる。このように、バリュエーション評価はアクティブ投資家の投資判断の根幹をなしており、そのバリュエーション評価の前提となるのが企業や投資環境の綿密な調査活動である。そして、この調査活動には企業（企業経営者）とのエンゲージメントが含まれる。近年、ESG 投資の担い手として急速にその存在感を増している存在として、パッシブ投資家⁶や ESG 投資家（インパクト投資家）が挙げられるが、本稿では運用者とはアクティブ投資家を指し、アクティブ投資家の視点から議論を進めることとする⁷。

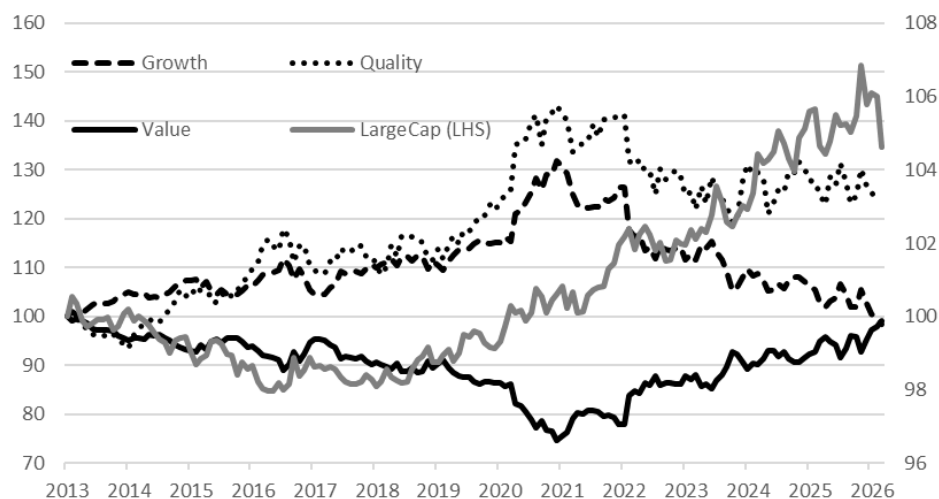
2 日本のコーポレートガバナンス改革の影響

2.1 国内株式市場でのバリュー株の復活

ESG の現在の状況を運用者の視点から議論をしていく前に、運用者を取り巻く国内株式市場の大きな変化について述べてみたい。図 18 は、2013 年から直近までの国内株式相場の主な潮流変化を示している。

2018 年前後を底に、大型株（Large Cap）の株価パフォーマンスが継続して優位な展開となっていることに加え、2020 年の終わり頃を転換点としてバリュー株（割安株、Value）が継続して優位に推移していることが特徴となっている。バリュー株とは、グロース株（成長株、Growth）と対比され、株価収益率（PER）や株価純資産倍率（PBR）などのバリュエーション指標の値が低位にある銘柄群を指す⁹。したがって、現在の株価に対して本源的価値が安く放置されているという意味での「割安」を示すものではなく、またバリュエーション指

標が割安に評価されているファンダメンタルズ上の理由が通常は存在している．典型的には利益成長率が低い，資本効率が悪い，経営陣に対する投資家の信頼度が低いなどのファンダメンタルズ上の課題を抱えていることが多い．それに対して，グロース株は利益成長率や資本効率が高い銘柄群であり，経営陣に対する信頼度を含め，投資家の評価が高いファンダメンタルズ上の特徴があるものの，一方でこれらのバリュエーション指標は高位にあるのが一般的である．したがって，バリュー株とグロース株のどちらが株価パフォーマンスがよいかは一概には言えず，その時の投資環境や市場を支配しているセンチメントに短期的には左右される．



(出所) MSCI, Bloomberg より筆者作成

図 1 国内株式の主要なファクター推移(市場相対)

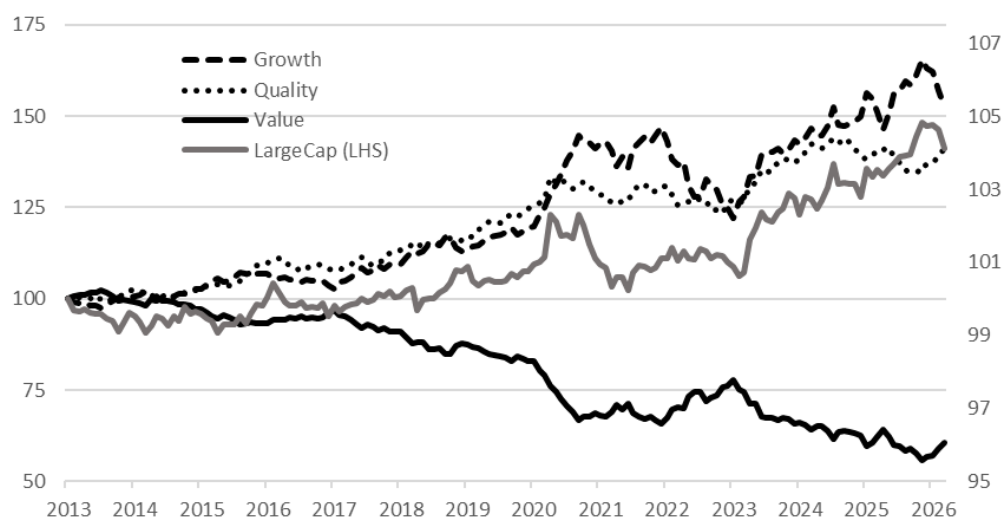
バリュー株とグロース株の動きに着目すると，2020 年の終わりまでは一貫してアンダーパフォームを続けていたバリュー株が大転換を果たし，その後は現在に至るまで一貫してアウトパフォームを継続していることが分かる．その対極にあるのはグロース株であり，2020 年の終わりを境にそれまでの大幅なアウトパフォームの傾向がアンダーパフォームに転じている．

一方，米国株式におけるバリュー株 (Value) とグロース株 (Growth) のパフォーマンス推移を示したものが図 2 となる．

米国株式においても 2021 年に転換点を迎え両者のパフォーマンスの傾向が一時的に逆転したが，2023 年年初から再びグロース株のアウトパフォーマンスとバリュー株のアンダーパフォーマンスが顕著となり今日に至っている¹⁰．つまり，米国では長期間にわたり一貫してグロース株優位の相場が継続しており，国内株式が 2020 年代初頭以降バリュー株優位の相場展開に転換したこととは対照的となっている．

もっとも，バリュー株の相対優位は普遍的・恒常的なものではなく，市場環境や制度環境

に応じて変動する。そのため、日本で観察された 2020 年代以降のバリュー優位を論じるには、一般的なバリュー要因の議論と、日本固有の制度変化とを区別して論じる必要があろう。次節以降において日本固有の制度変化を論じていく。



(出所) MSCI, Bloomberg より筆者作成

図 2 米国株式の主要なファクター推移(市場相対)

2.2 日本のコーポレートガバナンス改革の進展

日本のコーポレートガバナンス改革は、運用者の行動規範となるスチュワードシップ・コードの導入（2014 年）¹¹および上場企業の行動規範となるコーポレートガバナンス・コード（2015 年）¹²を皮切りに、現在もなおその過程のなかにある。これらの 2 つのコードの導入を中心とした今日までの一連のガバナンス改革の目的は、日本の企業の稼ぐ力を向上させ、持続的な成長を可能とすることにより、企業の競争力や価値を高め、ひいては日本全体の成長力や競争力につながる循環を作り出すことである。そして、その目的の達成のため、2 つのコードでは、企業の資本収益力（ROE）の向上、事業ポートフォリオの絶えざる見直し、取締役会の機能向上、サステナビリティ経営の推進や、それを可能とする投資家と経営者間のエンゲージメントの促進等が提唱されている。

また、日本のコーポレートガバナンス改革は、2 つのコードの導入に続き、2023 年には東京証券取引所が「資本コストや株価を意識した経営」の実現に向けて、取締役会による資本コストや資本収益性、株価パフォーマンスの現状分析、改善策の策定・開示、投資家との対話の継続を求めるに至った。したがって、2020 年代の日本市場を論じる際には、株価パフォーマンスの変化をこうした制度変化と切り離して理解することはできない。

東京証券取引所によれば、2 つのコードが導入されてから 5 年以上が経過した段階でも、日本企業の稼ぐ力や持続的な成長力は国全体として見た場合に十分向上したとは言えない状態が続いた¹³。つまり、2 つのコードはあくまでも行動規範を示しているだけであり、罰則を伴

わないソフトローであったため、上場企業全体の底上げを実現することはできなかった。2つのコードやいわゆる「伊藤レポート」で論じられたのは、企業経営者の目指すべき規範であり理想であったため、改革の内容や意義を理解し、自律的に社内での経営改革に乗り出す経営者は一部の先進的な経営者に限られてしまった。その結果として、コーポレートガバナンス・コードの意義や遵守する利点を十分に理解した上で真摯に企業価値向上を目指し経営改革を行う経営者と、ソフトローを逆手にとり形式だけの対応に終始し企業価値向上に向けた対応策を十分に講じない経営者が現れ、経営者の取組は二極化の様相を強めた。

このような状況において、東京証券取引所はさらなる改革を実施した。2022年には従来の「市場第一部」、「市場第二部」、「マザーズ」、「JASDAQ」という4つの市場区分を廃止し、新たに「プライム市場」、「スタンダード市場」、「グロース市場」の3つの市場区分に再編成を行った。従来の各市場区分では各区分コンセプトの違いが曖昧であったことや、上場会社の持続的な企業価値向上の動機付けが十分にできていないとの問題が指摘されていたためである¹⁴。その指摘を踏まえ、新市場区分では特にプライム市場の上場企業に対しては、時価総額（流動性）、ガバナンス水準、投資家との対話を通じた企業価値向上へのコミットメントが明記されることとなった。

また、その翌年には東京証券取引所が「資本コストや株価を意識した経営の実現へ向けた対応について」を発表し、上場企業、とりわけプライム市場とスタンダード市場への上場企業に対して具体的な対応を求めた。具体的対応としては、例えば資本コストや資本収益性の現状を取締役会で分析・評価した後、改善に向けた方針、計画期間、具体的取組を取締役会で検討・策定し、投資家に開示した上で取組状況を投資家と対話するという一連の継続的取組を含む。

この東京証券取引所(2023)の要請は、以下の2点において重要な意味を持つ。1つ目は、資本コストに加えて株価を意識した経営を上場企業（プライム市場・スタンダード市場）には強く要請するという点である。従来は資本収益性（ROE）や資本コストを意識するのは企業経営者の責任かもしれないが、株価は資本市場における評価であるから、企業経営者の責任とは言えないと公言する企業経営者もあった。株価の水準は投資家の評価であり、投資家が決めているものであるから、投資家にも責任があるという主張である。それに対して、東京証券取引所(2023)は、経営パフォーマンスを反映した株価（資本市場での評価）に対しても企業経営者が責任を持つ必要があることを明記した。そして、東京証券取引所の要請がその後のPBR1倍割れ企業による経営改革の具体的な取組を促した。

2つ目は、東京証券取引所(2023)もソフトローの範疇を出ないものであり、その意味では2014年および15年にかけて制定された2つのコードと変わりはない。新たな東京証券取引所の要請も罰則規定などはない。しかしながら、新たな要請は、各企業ともプライム市場への上場を強く望んでおり、上場を維持するために要請を無視するという選択肢はあり得ないという企業側の思いを巧みに利用した制度設計となっている。実際に株価や時価総額が低迷している企業や、資本効率改善が不十分と判断される企業はその企業名が公表されるため、

ソフトローとは言え、各企業経営者の「恥」を回避したいという思いを効果的に突いている。

このように、日本のコーポレートガバナンスの発展段階には、2014 年以降の 2 つのコードが企業経営者の内的動機に働きかけて改善を促した第 1 段階と、2022 年以降の東京証券取引所が経営者に対して外的動機を巧みに作り出し経営の改善を促した第 2 段階に分けて理解することが可能である¹⁵。そして、次節ではこれらの 2 つの異なるガバナンス改革の段階におけるそれぞれの企業経営者の対応と、その結果として生じた運用者による投資対象銘柄の変化について論じる。

2.3 国内株式における投資対象銘柄群の変化

前節で議論したように、日本のガバナンス改革の第 1 段階においては、コーポレートガバナンス・コードの意義や遵守する利点を十分に理解した上で真摯に企業価値向上を目指し経営改革を行う経営者と、ソフトローを逆手にとり形式だけの対応に終始し企業価値向上に向けた対応策を十分に講じない経営者が現れた。その結果として、第 1 段階においては、運用者の投資対象として注目を集めたのは、一部の（決して多数とは言えない）先進的な経営者であり、もともと投資家の声に耳を傾けてきた経営者である¹⁶。彼らの経営は高い競争力を有し、資本効率の改善や成長を実現している場合が多く、すでに投資家からの評価も高い企業（グロース株）であることが多かった。そのためこれらのグロース株がさらに業績や株価評価を改善するという現象が生じた。一方で、経営改革に後ろ向きであり、もともと企業価値向上を実現していない低評価の企業（バリュー株）は企業価値向上に向けた変化にも乏しく投資家の関心から外れてしまった。そして、これこそが 2.1 で論じたグロース株による 2020 年の終盤までのアウトパフォーマンスの背景である可能性がある。

一方で、ガバナンス改革第 2 期で運用者の注目を集めたのは、第 1 期で取り残された企業や企業経営者である。彼らは、第 1 期で経営改革を実現した自律的な企業経営者ではなく、一連の東証改革への対応を迫られ他律的・外生的に経営改革に重い腰を上げた経営者である¹⁷。例えば、過剰な現金や遊休資産をバランスシートに掲げ、株式の持ち合いを継続し、取締役会の実効性改善に向けて後ろ向きであり、投資家との対話を拒絶してきた経営者たちである。これらの企業は、低成長（低収益性）・低バリュエーション評価の典型的なバリュー株であるため、第 2 期での運用者の注目はバリュー株に集まったのである。また、バリュー株のなかでも、とりわけ PBR が 1 倍を割れている銘柄は特に運用者の関心を集めた。以下の図 3 は、PBR1 倍割れの銘柄群（PBR<1）が、東京証券取引所(2023)が発表された 2023 年を契機に大幅にアウトパフォームに転じている（対 TOPIX 指数）ことを示している¹⁸。

このように、少なくとも整合的に解釈すれば、東京証券取引所による要請は低 PBR 企業に対する経営改革圧力を可視化し、運用者の注目を同企業群に集中させ、この要請がこれらの銘柄群のアウトパフォームにつながった可能性が示唆される。



(出所) 大和総研 Poet-Stock, Bloomberg より筆者作成

図3 PBR が1倍割れの銘柄群の株価推移

2.4 日本での ESG 投資への影響

では、上述のような日本でのガバナンスの変化、企業経営者の行動変化、国内株式相場の潮流変化は、運用者にどのような教訓をもたらしたであろうか。それは、「よい企業やよい経営者に投資をしても必ずしも超過収益が獲得できる訳ではない」という、運用者にとっては当たり前のこと（再認識）である。

第1章の最後に論じたように、アクティブ投資家の運用者は自らが市場に勝つことを目的としており、投資先企業の適正株価（適正企業価値）の算出（いわゆるバリュエーション評価）を非常に重視する。そして、自ら算出する適正株価が現在の実際の株価よりも高ければ、その銘柄には上値余地が存在するため、買いの候補銘柄となるが、その反対に算出する適正株価が実際の株価を下回っている場合には、その銘柄は売りの候補となる。一方で、2020年代の初頭まで続いたグロース相場において、運用者は「よい企業やよい経営者に投資をすれば超過収益が獲得しやすい」という相場環境が継続していた。しかし、それ以降は相場の潮流が劇的に変化した。現在は必ずしも「よい企業」や「よい経営者」ではないが、将来にわたって改善の幅が大きく、現在の株価にその改善が未だ十分に織り込まれていない銘柄に投資することがより一層重要な相場展開になってきた¹⁹。

一方で、従来の一般的な ESG 投資手法では、E、S、G のそれぞれの取組において高く評価できる「高 ESG 評価銘柄」への投資を是としてきた。つまり、現在においてすでに ESG 取組が高く評価できる「よい企業」に投資することが求められ、例えばコーポレートガバナンスが効果的に機能していない企業やその経営者に投資することは望ましくない、との価値観が広く受け入れられていたのではないだろうか。

このように、2022 年以降のガバナンス改革第2期の相場潮流の変化を経て、各運用者は「高 ESG 評価銘柄」への投資を通じて社会的なアウトカムを実現するといういわゆるイン

パクト投資のリターン面からの有効性に一層懐疑的になった可能性が高いのではないかと、つまり、インパクト投資は超過リターンを生み出すとは限らない²⁰という「現実」を改めて強く認識したものと思われる。また、ESG 評価を企業価値評価に統合するいわゆる ESG インテグレーションにおいても、ESG 要因を統合した上で企業価値を算出し、あくまでも算出した企業価値が現在の株価を上回っている企業に投資したり、ESG 評価の将来的な変化（現在の評価は低くても構わない）に着目した上でその変化を企業価値算出に織り込んだりする等の工夫が必要である。ESG インテグレーションは「高 ESG 評価銘柄を選ぶことと同義ではない」と認識した運用者が多かったものと思われる。

日本ではコーポレートガバナンスの改革という日本固有の出来事やその後に生じた株式相場の潮流変化を通じ、超過収益の獲得を使命とする運用者（アクティブ投資家）は ESG 投資、とりわけインパクト投資との距離を取るようになった可能性がある。

3 世界を取り巻く ESG 投資環境の変化とその背景

第 1 章で簡単に触れたように、世界を取り巻く ESG 投資に対する投資環境は 2020 年代に入り大きく変化した。トランプ大統領 2 期目での反 ESG 政策の推進²¹や、ESG ウォッシングへの懸念（ESG バブルの崩壊）²²といった観点からその要因は説明されることが多いが、ESG 投資への逆風の背景には、世界的な地政学リスクの高まりと国際協調体制の後退（各国でのポピュリズムの台頭）があると考えられる。この章では、これらの 2 つのグローバル要因を中心に世界的な ESG 投資の退潮を説明する。

3.1 地政学リスクの高まり

ESG 投資の退潮がグローバルで鮮明になったひとつの要因は、国際的な地政学リスクの高まりであると思われる。近年の地政学リスク上昇は、ESG 投資の前提条件そのものを揺るがしている可能性がある。Depraeter and Goutte（2025）は、地政学リスクがクリーンエネルギー市場に有意な負の影響を与えうること示しており、地政学環境の悪化が環境領域の投資評価を難しくしていることが示唆される。

とりわけ 2022 年 2 月のロシアによるウクライナ侵攻は、以下の 2 つの点において、運用者が ESG 投資の在り方を根本的に問い直す大きなきっかけとなった。

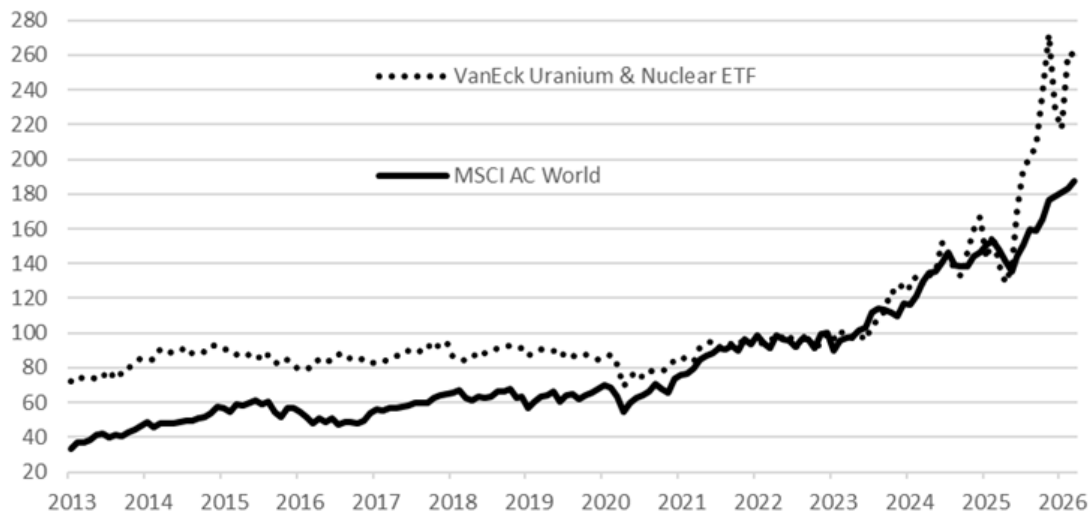
第 1 に、各国は地政学リスクの高まりを前提に、軍備増強は民主主義維持の土台であり、国民の生命や生活を守るため必要不可欠との考え方が普及した。つまり、各国政府は軍備増強を通じて有事に備えることが政府の社会的責任であると考えられるようになった。運用者は、狭義には軍需・防衛産業への投資を ESG（とりわけ S）の観点からどのように扱うべきか再考を迫られ、またより広義には従来の社会的責任の考え方全体を見直すようになった（S の転換）。

第 2 には、ロシアによるウクライナ侵攻を受け、欧州を中心とした各国はロシアの対応を

非難し、原油・ガスの最大産出国のひとつであるロシアへの経済制裁を行い、同時にドイツをはじめとする欧州諸国ではエネルギーの安定確保、エネルギー価格の抑制が大きな政治課題となった。エネルギー価格の上昇を受けて国民の不満は高まり、国民生活の維持を図るという現実のおよび政治的な視点から、従来のエネルギー政策の転換、より具体的には高コストの再生可能エネルギー政策の後退と、原子力発電の再評価が進められた²³。(E の転換)。

3.1.1 環境 (E) 領域における変化

上述のように、欧州をはじめとした世界各国ではエネルギーの安定確保という安全保障上の課題が浮き彫りとなり、政府はその対応に迫られることとなった。また、エネルギー価格の高騰は各国での国民生活を不安定なものとし、国民からより低コストのエネルギーを求める機運も醸成されていった。これらの背景から、従来の化石燃料がより肯定的に捉えられるようになり、原子力エネルギーが再評価されることとなった。下記の図 4 は、代表的な世界原子力関連 ETF (VanEck Uranium & Nuclear ETF) の株価推移を世界株式指数 (MSCI AC World) と比較したものであるが、2023 年を境に原子力関連企業の株価はそれまでのアンダーパフォームから大幅なアウトパフォームに転じている。



(注) 2023 年 1 月を 100 として指数化 (出所) MSCI, Bloomberg より筆者作成

図 4 代表的な世界原子力関連 ETF の株価推移

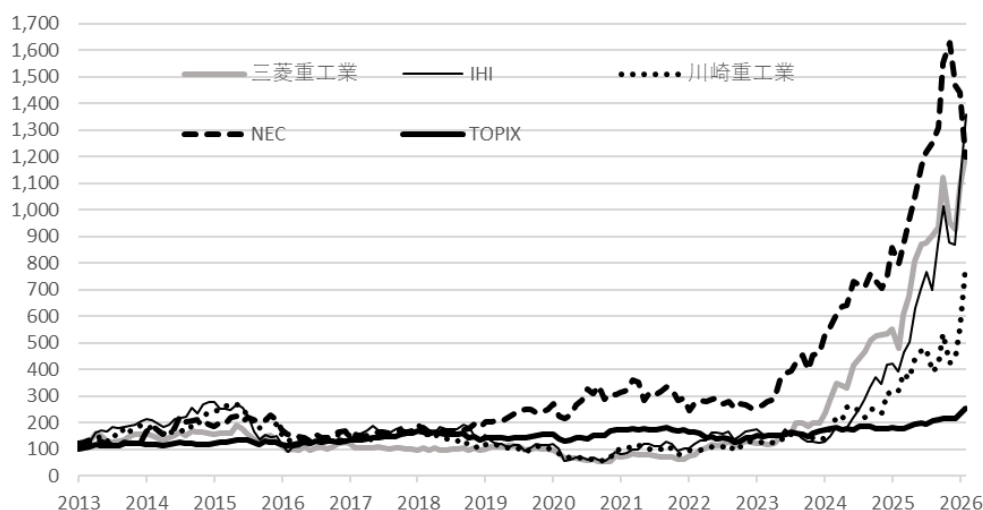
また、環境 (E) 領域における運用者の認識変化のもうひとつの事例として、企業の再生可能エネルギーへの取組が挙げられる。従来から再生可能エネルギーは大きな初期投資を必要とし、将来のリターン (キャッシュフロー) がやや不透明なことを受けて、企業価値評価上は必ずしもプラスに評価されるものではなかった。運用者はエネルギー関連企業や電力・ガス関連企業に対しては、むやみに再エネ事業に投資する訳ではなく、規律 (ハードルレート) を設けて高い投資収益率 (ROIC) が期待できる案件に絞って投資を行うよう要請すること

もあったのではないだろうか。ロシアによるウクライナ侵攻をきっかけとして、エネルギーの安定確保やエネルギー価格の抑制が各国の喫緊の取組課題となるなか、再生可能エネルギーへの投資に対しては運用者・企業経営者はともに従来と比較してより明確に後ろ向きとなり、環境（E）領域における再生可能エネルギーの取組優先順位は後退することとなった。

3.1.2 社会（S）領域における変化

国際的な地政学リスクの高まりを受け、各国政府は軍備増強を通じて有事に備えることが政府の社会的責任であると考えられるようになった。運用者はこれまでの「世界平和がそれほど多くのコストをかけなくとも手に入る」という世界観から、「世界平和は相当程度のコストをかけなければ手に入らないかもしれない」という世界観への転換を迫られ、従来の社会的責任の在り方を見直すようになった²⁴。

社会的責任の在り方に対する見直しは、軍需（防衛）産業への投資の是非に最も顕著に表れているのではないだろうか。以下の図 5 は、日本の主要な防衛銘柄の株価推移を示したものである。いずれの銘柄も 2023 年頃を境に市場全体（TOPIX）を大幅に上回る株価上昇を実現している。



（出所）Bloomberg より筆者作成

図 5 日本の主要防衛関連株の株価推移

3.2 国際協調体制の後退とポピュリズムの台頭

3.2.1 国際協調体制の後退と環境（E）領域における変化

前述のように、世界的な地政学リスクの高まりを受けて、運用者は主として環境（E）領域と社会（S）領域での投資の在り方を再考し、その結果として原子力関連銘柄や軍需（防衛）関連銘柄に対する評価が高まった。

一方で、この地政学リスクの高まりは、各国協調体制の後退がもたらしたひとつの結果であると考えられる²⁵。国際協調体制の後退の背景としては、トランプ大統領が相手国との個別交渉を重視し、国際協調取組に後ろ向きの政治姿勢が及ぼす影響も大きい。世界のリーダーとして君臨してきた米国の国際政策の変化により、我々は「G ゼロ」の世界に突入したと指摘されている²⁶。そして、この国際協調の後退が、気候変動のような国際公共財の管理を困難にしている。ブレマー（2012）のいう「G ゼロ」の文脈を援用すれば、環境問題（E）は国家間協調の不全の影響を最も受けやすい領域の一つであり、企業レベルの環境目標（E）の達成可能性も国際政治環境に強く依存することになる。そして、運用者もその結果として、企業価値評価における環境（E）評価を以前ほど重要視しなくなっている可能性は否定できないであろう。

3.2.2 ポピュリズムの台頭と ESG 投資の退潮

上述の国際協調体制の後退や、その結果としての地政学リスクの高まりと密接に関連しているのが、世界の主要国で見られるポピュリズム政治の台頭である。そして、ポピュリズムの台頭は ESG 投資の退潮にも影響を与えていると考えられる。

ポピュリズムは、Mudde and Kaltwasser（2012）に従えば、「人民」と「エリート」の対立を中心に据える薄い中心的イデオロギーとして理解され、一般的に以下の4つの特徴を有している。

- (1) 既存の政治・エリート層を敵とみなし、大衆の側に立つ。
- (2) 専門家や識者の見解・理論より大衆の感情を重視し、感情に訴える政策を掲げる。
- (3) 外国人や移民、特定のグループに対する排外的な政策を掲げる。
- (4) 特定のイデオロギーは持たない。達成すべき政治理念に乏しく、政策は整合性を欠き場当たり的。

次に、これらの4つの視点を運用者の視点から整理していく。まず、上記(1)の特徴については、ESG 投資の推進に関して中心的な役割を担ってきた欧州委員会（EU）がすでにエリート層の象徴と認識されている²⁷。そして、ESG 取組自体がエリート層の産物とされており、ポピュリズムの思想と ESG の取組思想は緊張関係にある点が多い。(2)の特徴については、「反知性主義」とも表現され、データに基づく専門家や識者の見解が軽視される傾向がある。この点では、特に環境（E）取組の推進にとってネガティブに働いており、大衆の感情としては信頼できない（と彼らが判断している）データに基づく将来の環境問題よりも、明日の生活を重視したいとの思いが強くなっているだろう²⁸。(3)の特徴については、いわゆる包摂主義（DE&I）と対極に位置する考え方であり、社会（S）分野での取組推進にネガティブに働く。また、排外的政策は国際協調体制の後退と表裏一体であり、環境（E）分野での取組推進にとってもネガティブに働くだろう。最後に、(4)の特徴は、ESG 推進の考え方が「正義」、「理念」、「真理」を追究していることと極めて対照的に、ポピュリズムはこれらに関心を払っていないことを示している。このように、ポピュリズムの台頭は ESG 推進の政治的基盤

を弱めうる可能性が高いのではないだろうか。

なお、ポピュリズムは民主的な手段によって選ばれた政治家による政治形態のひとつであるため、ポピュリズムもまた国民の意識を反映した政治であると捉えるべきであろう²⁹。その意味で、運用者はポピュリズム時代の ESG 投資の在り方を冷静に再考し、企業価値評価や投資判断に反映している可能性がある。

4 運用者の視点からみる ESG 投資の現在と将来

ここまで議論したように、ESG 投資を巡る運用環境は 2020 年代初頭に大きく変化し、運用者もその変化に対応してきた。第 1 に、国内株式相場ではグロース相場からバリュー相場へと大きく転換し、運用者は対応を迫られた。ESG（特に G）の文脈から、2022 年の東京証券取引所による改革が開始されたことに伴い、これまで企業価値向上に対する取組が積極的ではなかった経営に焦点が集まった。そして、これがバリュー投資の有効性を復活させたひとつの要因であると考えられる。第 2 に、グローバルな視点からも ESG を取り巻く環境は大きく変化した。2022 年のロシアによるウクライナ侵攻をきっかけに地政学リスクが高まり、各国のエネルギー政策（再エネ推進に代わり、化石燃料や原子力エネルギーが再評価）や政府の社会的責任の在り方（防衛産業の重要度が高まる）が変化した。また、地政学リスクの高まりによって、将来予想（企業の収益予想等）に関する不確実性が高まった。地政学リスクの高まりの背景には国際協調体制の弱体化やポピュリズムの台頭があり、ESG 投資の退潮がより鮮明になった。

そして、このような国内外の大きな運用環境の変化のなか、運用者は「アクティブ投資家」としての責務である超過収益（市場全体を指し示す株式指数などの株式インデックスを上回る投資リターン）の獲得を目指し、企業価値算出（バリュエーション評価）の精度を上げるべく、企業や業界の綿密な投資調査や投資先企業とのエンゲージメントに注力している。ESG 要因で従来と比較して企業価値への貢献が高い項目や、将来にわたって変化が大きいと思われる項目を自らのキャッシュフロー予想³⁰にどのように落とし込むかが重要であり、不確実性や運用環境の変化に機敏に対応することがこれまで以上に重要となっている。

4.1 サステナブルファイナンスのフレームワーク

当節では運用者視点から見える ESG 投資の現在地の姿を記述していくこととする。

その前提として、はじめに ESG 投資およびサステナブルファイナンスのフレームワークと発展段階に関する議論を以下に紹介したい。以下の表 1 は、シューメイカー&シュローモード(2020)によるサステナブルファイナンスのフレームワークを示した表である³¹。当フレームワークにおいては、短期的な株主価値最大化から ESG 統合、さらにはインパクト志向へと至るサステナブル投資の発展段階論を提示されている。ただし、この枠組みは唯一の標準形というより、金融的マテリアリティと社会的目的の関係を整理するための分析枠組みと

して理解すべきであろう。

表 1 サステナブルファイナンスのフレームワーク

類型	創造される価値	要因の順位	最適化	時間軸
通常の財務 SF0.0	株主価値	F	Fの最大化	短期
SF1.0	洗練された株主価値	$F > S + E$	SとEを視野に入れた Fの最大化	短期
SF2.0	ステークホルダー価値 (トリプルボトムライン)	$I = F + S + E$	Iの最適化	中期
SF3.0	公益的な価値	$S + E > F$	Fを視野に入れた SとEの最適化	長期

(注) F:財務的価値、S:社会的インパクト、E:環境的インパクト、I:統合的価値

SF1.0では副次的なSとEの制約の下でのFの最大化。

(出所) シューメイカー・シュローモダ(2020), 26ページ

彼らによれば、最も伝統的なものは SF0.0 であり、ここでは株主価値 (F) の最大化が図られる。時間は短期としている。SF1.0 において創造されるのは、「洗練された株主価値」と評している。社会 (S) と環境 (E) に対する考慮はするものの、時間軸は短期であり、あくまで株主価値を主に考えている。それが SF2.0 になると、社会価値 (S+E) と株主価値の総和 (I) を拡大し、ステークホルダー価値全体の最適化を目指すものとなっている。時間軸は中期となる。そして SF3.0 となると、公益的な価値が株主価値追求より優先されることになり、時間軸は長期となる、と説明されている。

また、アクティブ投資家である運用者は、このフレームワークの SF1.0 か SF2.0 の段階に到達している場合が多いと推察される。

4.2 遠ざかる SF3.0

一方、運用者には SF3.0 の姿が従来と比較して不透明になってしまったと感じているものが多いのではないだろうか。ESG投資の退潮がより鮮明になるなか、自らの投資手法と SF3.0 との距離が遠のいた、あるいは断絶されたと感じている運用者が多いだろう。

その背景として、運用者は SF3.0 で求めている E や S の価値、いわゆる Common Good (社会全体が共有する利益や持続可能な幸福、公益的価値) と、自らが企業価値評価において考慮(インテグレーション)している E や S の価値との間に率直にギャップを感じていることがあると思われる。地政学リスクの高まりやそれに伴う将来の不確実性の高まりを受け、運用者は投資先企業の拡大を名目として、例えば原子力発電の有用性、防衛能力の増強等を受け入れている。そして、そのギャップが拡大するにつれ、SF2.0 と SF3.0 の連続性を感じることが難しくなっている。

この点において、Lee (2023) は、ESG 投資において財務的に重要な要素を重視する立場

と、社会的価値の実現を重視する立場とは概念的に分けて理解すべきだと論じている。したがって、SF2.0 と SF3.0 の差異は、単に ESG をどの程度強く考慮するかという量的差ではなく、投資目的そのものを財務目的から社会目的へどこまで拡張するかという質的差として理解される可能性が高い。そして、この質的差としての理解が運用者の感じるギャップや SF2.0 と SF3.0 の非連続性につながっているのではないだろうか。

こうして運用者にとって SF3.0 は遠ざかる存在となり、その結果として以下の2つの本質的な疑問が生じることになる。1 つ目は、あるべき社会の将来の姿という、圧倒的多数が合意できる普遍的な「共通価値」（例えば **Common Good**）は本当に存在するのか、という疑問である。我々は現在、地政学リスクの高まりという、想定以上に激動の社会に直面しており、社会の多数派が求める価値が刻々と変化していく時代において、普遍的な社会の「共通価値」の存在に対する疑問は高まる。また、普遍的な「共通価値」が存在するとしても、それを実際の社会の枠組みのなかで追求することが現実的ではない局面や時代は存在するのかもしれない。

2 つ目には、普遍的な「共通価値」が存在するとしても、資本市場の市場メカニズムのなかでその「共通価値」を追求するという試みが果たして実際に成立するのかという疑問である。ESG における E と S の大半は外部性の問題であり、市場の失敗の問題である。一方で、資本市場はリスクとリターンの関係性において、資金提供者から合理的・効率的に資金を配分する市場メカニズムが働いており、SF3.0 はその市場メカニズムのなかに外部性の問題を取り込む試みに他ならない。外部性の内部化については、その目的に応じた制度設計が必要である。Oehmke and Opp (2025) は、社会的責任投資が企業行動を変えるためには、投資家が社会的リターンのために一定の財務的トレードオフを受け入れる「**Mandate**」を持つ必要があると論じている。したがって、SF3.0 の成立条件を論じる際には、一般的な善意や規範意識ではなく、どのような委任契約・受益者合意・運用評価制度がそれを支えるのかを明示する必要がある。それらを踏まえると、SF3.0 は現状ではやや理論や理念が先行しており、今後は成立のための諸要件を検証していく必要があるだろう。

4.3 投資家層の分断

前節で述べたように運用者にとって SF3.0 の世界は遠いものとなってしまった感がある。したがって、シューメイカー他(2020)がサステナブルファイナンスのフレームワークで想定したような、SF3.0 を当然目指していくといった段階説は現実的ではないと考えられる。また、アクティブ投資家である運用者は SF2.0 でとどまる可能性が高く、それでは誰が SF3.0 を担っていくのか、という現実的な課題が浮かび上がる。

大手運用会社では近年、社内にサステナビリティ投資や責任投資の専門部隊を抱え、SF3.0 に対応している。彼らは、適切なリスクテイクのなかで最大の投資リターンを顧客に提供すべく存在する株式ポートフォリオマネジャーや株式アナリストとは異なる組織に属していることが多い。彼らの責務は、ESG（主として E と S）に関するマテリアルな議題（例えば、

Common Good Value の向上に資する、あるいは企業価値の向上に資する議題) について、投資先企業と対話 (エンゲージメント) を実施したり、適切な議決権行使を実施したりすることである。また、これらに加えて、専門的立場から当該企業の ESG 要因の分析を実施し、従来のポートフォリオマネジャーやアナリストが彼らの株価評価モデルや投資判断に ESG 要因をインテグレーションする際に協業して役割を担うことがある³²。

しかしながら、誰が SF3.0 を担っていくのかという課題に対しては、運用会社 (アセットマネジャー) だけではなく、その顧客であるアセットオーナーの意向が重要となるだろう。特にユニバーサルオーナーとして位置付けられる、国内外の大手公的年金基金が SF3.0 に対して従来とは異なる投資方針を示していくのが極めて重要であり、その方針にしたがって、各運用機関 (アセットマネジャー) は商品や組織面で対応を行うということになろう。現在のところ、米国の大手公的年金基金や企業年金基金は、全体として従来より ESG 投資に後ろ向きになっており³³、SF3.0 に対しても積極的ではなくなっていると思われる。一方で、国内では年金積立金管理運用独立行政法人 (GPIF) が、運用機関のスチュワードシップ活動を重視したパッシブ運用モデルである「エンゲージメント強化型パッシブ運用」を採用しており、そもそもは市場を上回るリターンを追求しないパッシブ運用が ESG 投資 (ESG エンゲージメントを含む) で果たすべき役割の可能性が開かれている。他方で、学術的視点からは、Gosling (2025) が指摘するように、ユニバーサルオーナー論が気候問題への強い介入を正当化するにはなお条件が厳しく、ポートフォリオ全体利益と個別アセット行動との接続は自明ではないという主張には留意が必要である。

いずれにせよ、アセットオーナーの意向として SF3.0 を採択することはあり得るし、そのような投資家が存在することは否定するものではないかもしれない。しかしながら、サステナブルファイナンスのフレームワークで想定されている、金融市場の世界は SF0.0 から発展し SF3.0 を目指すべきとの論調はもはや成立しないと考えられる。そして、アセットマネジャーの側においては、株価リターンの最大化を目指すアクティブ投資家と、アセットオーナーの意向を受けたパッシブ投資家やインパクト投資家が分断される姿が当面は継続するのではないだろうか。

4.4 ESG 投資は消滅するのか

これまで議論したように、ESG 投資は退潮の傾向が鮮明化しているものの、筆者は ESG の重要性や ESG 投資の存在意義がなくなるような事態を想定している訳ではない。しかしながら、今後 ESG 投資が再び隆盛となるのか、衰退の一途を辿るのか、その重要な決定要因となり得るとされる注目点について最後に述べることにする。

第 1 には、SF3.0 の将来像である。公益的な価値が株主価値の追求よりも優先される投資手法が、資本市場に内包され存続していくのかという点である。この点においては、前述のようにアセットオーナーの意向が重要となるが、筆者は公益的な価値を優先していく投資がゼロになることはないとの立場を取っている。そのような投資がアセットオーナーの意向と

してあってもよいとの立場である。しかしながら、その SF3.0 をどのような投資手法において実現していくのかという点には注意が必要である。また、これまで議論してきた ESG 投資や SF3.0 は、いずれもが上場株式への投資を通じた資金配分という、資本市場の一部を議論してきたのに過ぎない。上場株式への投資は、パブリック市場の一部であり、その対極には最近注目を集めて拡大しているプライベート市場も存在する。まして、前述のアクティブ投資家かパッシブ投資家かという議論も、パブリック市場のなかの（上場）株式市場における手法の相違という意味では、極めて限られた範囲での議論にとどまっている。E や S の大半が外部性の問題であるという点を含めると、その外部性の解消に最適な市場は何かという議論も今後重要になっていくだろう。

Hoepner and Schneider (2022) は、借換えや新規融資を通じた Conditional (Re)financing が企業行動に及ぼす影響を重視している。E や S の多くが外部性の問題であることを踏まえると、これらの外部性の調整には、上場株式よりも融資市場やプライベート市場の方が適している可能性がある。したがって、将来的に ESG 投資が上場株式市場から消滅するとは決して言い切れないものの、どの外部性に対してどの資産クラスが相対的に有効に機能するのかは未解決の研究課題であり、さらなる議論が必要となろう。

第2には、アクティブ投資家である運用者における ESG の位置づけである。この場合は、ESG インテグレーションをいかに効果的に実施し、超過リターンの獲得に結び付けることができるのかという課題と表裏一体の問題となる。地政学リスクの高まりを受けて、運用者が下す投資判断に関わる不確実性は近年非常に高まっている。そして、地政学リスクや政策の不確実性の上昇は、ESG 要因を長期キャッシュフロー予想に織り込む作業を一層困難にしている。加えて、運用環境の変動性や不確実性が高まることにより、バリュエーションモデルの修正頻度も高まっているのが現状であろう。各運用会社は、ESG インテグレーション投資（SF1.0 か SF2.0 に該当する）の枠組みのなかで、できるだけ運用環境の変化を正確に予想・把握し、機敏に適正株価算出を修正し、投資判断につなげる努力を行うか、あるいはより短期的な業績予想やそれに基づく短期的投資判断に舵を切る（つまり SF0.0 へとシフトする）か、重要な判断を下す可能性がある。前者の選択をした場合、長期的な投資判断のフレームワークのなかで、非財務情報のひとつとして ESG 要素をどのようにインテグレートするかがその運用の優劣を決めるであろう³⁴。運用会社が後者の選択をした場合、ESG 投資はアクティブ投資家のなかでさらに存在感を希薄なものとしていくだろう。そして、それは運用会社（アセットマネジャー）の顧客であるアセットオーナーの意向に大きく左右されるだろう。

本稿に示された見解はすべて筆者の個人的見解であって、筆者が所属または関係する企業・組織を代表する見解を示すものではない。

(注)

¹ Morningstar (2025a)を参照.

² Morningstar (2025b)を参照.

³ Morningstar (2025a)を参照.

⁴ Amel-Zadeh and Serafeim (2018)によれば、機関投資家は ESG 情報を倫理的理由だけではなく、投資パフォーマンス、顧客需要、商品戦略等の観点から利用しており、彼らはこれら複数の要請が交錯する地点に位置している。このように、運用者の視点が重要であるのは、単に実務を担っているからではない。

⁵ Dimson, Karakas, and Li (2015) は、ESG エンゲージメントのうち成功した案件の後には正の異常収益が観察される一方、失敗した案件ではそうした効果が確認されないことを示している。したがって、運用者によるエンゲージメントは、本稿がいう『運用者の実務』の中核に位置付けられるべきである。投資家と企業の対話は、単なる規範的要請ではなく、企業価値と結び付く実践として理解される必要がある。

⁶ ESG 投資におけるアクティブ投資家とパッシブ投資家の差異については、木下(2022)に詳しい。

⁷ ESG 投資における、アクティブ投資家、パッシブ投資家、ESG 投資家(インパクト投資家)の行動の違いについては、改めて 4.3 で後述する。

⁸ 図 1 では、国内株式に関して MSCI が設定している「MSCI Japan Value 指数」(図 1 上では「Value」と表示、以下同様)、「MSCI Japan Growth 指数」,「MSCI Japan Quality 指数」,「MSCI Japan Large Cap 指数」の月次騰落率を「MSCI Japan 指数」に対する超過リターンとして表示している。また、図 2 は MSCI が米国株式について設定している各指数を用い、図 1 と同様に作成。

⁹ バリュース株とグロース株の区分は、資産価格研究において古典的な論点であり、Fama and French (1992) は簿価時価比率を含む企業特性が平均収益率の横断面差を説明することを示している。本稿でいうバリュース株も、この意味で市場評価が相対的に低い企業群として位置づけることができる。

¹⁰ なお、米国でグロース株への投資が継続的に超過収益を生み出しているということは、米国が成長企業を継続的に輩出し、価値創造に寄与しているということに他ならない。近年では GAFAM と総称される巨大グローバルプラットフォーマー企業群や、先進的技術で世界を席巻している AI 企業の出現が米国株式相場の牽引役となっている。そして、このような価値創造企業の欠如が国内株式市場におけるバリュース株優位への転換の背景という側面も否定できないだろう。

¹¹ スチュワードシップ・コードは 2014 年に制定された後、2017 年、2020 年、2025 年に改訂される。

¹² コーポレートガバナンス・コードは 2015 年に制定された後、2018 年、2021 年に改訂され、次回改訂は 2026 年の予定。

¹³ 東京証券取引所(2023)によれば、文書の発表時点でプライム市場の約半数、スタンダード市場の約 6 割の上場企業が ROE8%未満、PBR1 倍割れの状況であった。

¹⁴ 金融庁(2019)を参照。

¹⁵ なお、このような日本のコーポレートガバナンスの 2 つの発展段階については、単に運用者の視点による観察事象ではない。実際に、Jidinger and Miyajima (2020) は、日本の企業統治改革後に持合い株式の解消が進んだことを示しており、所有構造と経営規律の変化が同時進行していたことを明らかにしている。また、Gillan, Nguyen, and Nishikawa (2023) は、日本における株主アクティビズムの市場反応が一様ではなく、改革後の企業・投資家行動に異質性が存在することを示している。こうした知見を踏まえると、本稿のいう「先進企業と取り残された企業の二極化」は、実務的観察としてだけでなく、制度改革のもとで生じた異質的反応として位置づけることが可能である。

- 16 このような経営者は、株主（プリンシパル）の要請に自律的に応える人物であることから、スチュワード型経営者と位置づけることが可能である。
- 17 これらの経営者は、自らの利益の拡大を図り、株主（プリンシパル）と利害相反を生じさせるため、エージェント型経営者と位置づけることが可能である。なお、エージェント型経営者とスチュワード型経営者の比較は、木下(2015)に詳しい。
- 18 図3では、PBRが1倍を割れているTOPIX採用銘柄を抽出。2012年12月末より時価加重ウェイトでこれらの銘柄群を保有し、月次で銘柄入れ替えおよびウェイトのリバランスを実施し、月次の株価騰落率を累積表示した（2012年12月末を100とし、指数化表示）。なお、リバランスにかかる取引コストは考慮せず。また、PBRが1倍を割れている銘柄群とTOPIXの騰落率の差異を超過収益として図内に累積表示した。
- 19 この点においては、運用者の認識だけではなく、例えば以下の先行研究でも高ESG評価銘柄への投資がそのまま高い期待収益を意味するわけではないことが指摘されている。Pástor, Stambaugh, and Taylor (2021)は、グリーン資産は投資家が保有自体に効用を見だし、かつ気候リスクのヘッジ手段ともなりうるため、均衡ではむしろ期待収益が低くなりうることを示している。Pedersen, Fitzgibbons, and Pomorski (2021)もまた、ESGスコアはファンダメンタルズ情報と投資家選好の双方を反映しうると論じており、高ESG＝高リターンという単純な図式は理論的に支持されないことを示している。
- 20 インパクト投資の効果や実現可能性は学術的にも明確に支持されていない。例えば、Berk and van Binsbergen (2025)は、二次市場でのダイベストメントが企業の資本コストに与える影響は一般に小さく、実体的な投資行動を変えるには不十分であると論じている。また、Kölbel et al. (2020)は、投資家インパクトの経路をエンゲージメント、資本配分、間接効果に分けたうえで、エンゲージメントの実証的裏付けは比較的強い一方、資本配分効果の裏付けは限定的であると整理している。
- 21 米国トランプ大統領の反ESG政策として、パリ協定からの離脱、インフレ抑制法（IRA）に基づく気候変動対策補助金の削減、反DEI（多様性・公平性・包摂性）政策が、またそれらの政策に対する反応としては米国大手金融機関6行すべてがNZBAから脱退したことなどが挙げられる。
- 22 ESGウォッシングに対する懸念への運用者側の反応として、欧州運用会社においてESG投資商品の閉鎖が相次ぐ結果となった。
- 23 ロシアによるウクライナ侵攻とドイツにおけるエネルギー転換および政治的対立に関する分析は、Wiertz, et al (2023)に詳しい。
- 24 運用者側だけではなく、企業経営者側も自社の軍需（防衛）産業への貢献は社会的責任の観点からプラスに働くとの判断があったと推察される。実際に、図5に挙げた主要防衛関連企業は、いずれも防衛関連売上高や利益水準（利益率）について開示を充実したり、事業の成長性を従来と比較して積極的に投資家に説明したりしている。
- 25 地政学リスクの高まりが顕著に表れている事例としては、ロシアによるウクライナ侵攻に始まり、ガザ・イスラエル紛争、米国・イスラエルによるイラン攻撃などが挙げられる。これらの紛争の背景として国際協調体制の後退が挙げられる。
- 26 Gゼロ（G-zero）の提唱者は国際政治学者でユーラシアグループ代表のイアン・ブレマー氏。国際社会を主導するリーダー国や組織が存在しない状態を指す。気候変動、パンデミック、サイバーセキュリティなど国際的協調が必要な課題解決が困難となり、地政学リスクが高まる。
- 27 英国が2016年に国民投票を実施しEUからの離脱（正式離脱は2020年）を決定した背景には、国民のEU官僚（エリート層）に対する反発があったと指摘されている。
- 28 Huber (2020)は、ポピュリスト的態度が気候変動懐疑や環境保護支持の低下と関係しうることを示している。
- 29 ポピュリズムが国民の意思を反映した民主的な政治であると指摘される一方で、ポピュリズムは学術的には独裁政権に結びつきやすいという指摘も多い。

³⁰ 企業価値評価においては、割引キャッシュフローモデルや割引配当モデル等の企業価値評価モデルを使用し、運用者は将来のキャッシュフローを綿密に予想することが重要になる。また、このようなモデルを効果的に活用するためには、中長期的（少なくとも 5 年以上）な将来キャッシュフローの予想が必要となる。そして、そのキャッシュフロー予想は、財務情報に加え、ESG 要因を含む非財務情報が企業の財務や事業にどのような影響を与えるかを検討し、中長期的な財務諸表三表の姿を綿密に予想して初めて可能となる。

³¹ 当フレームワークと発展段階の考え方は北川(2024)に解説が詳しく、本稿における説明においても北川(2024)を参考とした。

³² 大手運用会社において、サステナビリティ投資や責任投資を担う組織は、従来のポートフォリオマネジャーやアナリストが所属する組織（株式運用部等）と比較して小規模であることが多いであろう。限られた人的リソースのなかで、ESG 評価をどの程度の深みを持って実施するのか、インパクト投資に対応すべくアウトカム算出をどのように実施していくのかといった課題が一般的に存在する。

³³ Pensions & Investments (2025)によると、米国の確定拠出型年金（DC）プランのうち、ESG ファンドを採用する企業年金基金プラン数は全体の 6.2%（2023 年時点）に過ぎないとされる。トランプ政策の反 ESG 政策の一環として、投資判断において ESG を考慮することがフィデューシャリーの観点から、注意義務、忠実義務、分散投資義務を果たしているかが改めて問われている。

³³ 例えば Krueger, Sautner, and Starks (2020) が示すように、投資家は気候リスクを財務的に重要とみなしているが、その評価手法は依然として不確実性に大きく左右される。したがって、運用者にとっての ESG インテグレーションは、ESG を重視するか否かの二者択一ではなく、不確実性の高い長期予想のなかでどの ESG 要因が財務的にマテリアルかを見極める作業として再定義される必要がある。

（参考文献）

- 北川哲雄（2024）、「展望 ESG インテグレーションと統合報告書」、『証券アナリストジャーナル』62(3), 57-63.
- 木下靖朗（2015）、「経営者とのスチュワードシップ関係を追求する機関投資家像」, 北川哲雄編著『スチュワードシップとコーポレートガバナンス：2つのコードが変える日本の企業・経済・社会』東洋経済新報社. 第 6 章, 143-168.
- 木下靖朗（2022）、「アクティブ投資家と ESG カオス」, 北川哲雄編著『ESG カオスを超えて：新たな資本市場構築への道標』中央経済社. 第 4 章, 89-114.
- 金融庁（2014）, 「「責任ある投資家」の諸原則」, 日本版スチュワードシップ・コード：投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために」.
- 金融庁（2015）, 「コーポレートガバナンス・コード：会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために」.
- 金融庁（2019）, 「金融審議会市場ワーキング・グループ市場構造専門グループ報告書：令和時代における企業と投資家のための新たな市場に向けて」.
- ディアーク・シューメイカー, ウィアラム・シュローモダ（2020）, 『サステナブルファイナンス原論』加藤晃監訳, 金融財政事情研究会.
- 東京証券取引所（2023）, 「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応について」.
- 年金積立金管理運用独立行政法人（2025）「2024/25 年スチュワードシップ活動報告」.
- イアン・ブレマー（2012）, 『「G ゼロ」後の世界：主導国なき時代の勝者はだれか』北沢格訳, 日本経済新聞出版社.
- 水島治郎（2016）, 『ポピュリズムとは何か』, 中央公論新社.
- Amel-Zadeh, A., and G. Serafeim (2018), “Why and How Investors Use ESG Information: Evidence

-
- from a Global Survey.” *Financial Analysts Journal*, 74(3), 87-103.
- Berk, J. B., and J.H. van Binsbergen (2025), “The Impact of Impact Investing.” *Journal of Financial Economics*, 164, 103972.
- Depraeter, L., and S. Goutte (2025), “Geopolitical Risk and Clean Energy Investments: Exploring the Role of Rare Earths.” *International Review of Financial Analysis*, 100, 103965.
- Dimson, E., O. Karakaş, and X. Li (2015), “Active Ownership.” *The Review of Financial Studies*, 28(12), 3225-3268.
- Fama, E. F., and K.R. French (1992), “The Cross-Section of Expected Stock Returns.” *The Journal of Finance*, 47(2), 427-465.
- Gillan, S. L., N. Nguyen, and T. Nishikawa (2023), “Heterogeneity in Shareholder Activism: Evidence from Japan.” *Pacific-Basin Finance Journal*, 77, 101891.
- Gosling, T. (2025), “Universal Owners and Climate Change.” *Journal of Financial Regulation*, 11(1), 1-40.
- Hartzmark, S. M., and A.B. Sussman (2019), “Do Investors Value Sustainability? A Natural Experiment Examining Ranking and Fund Flows.” *The Journal of Finance*, 74(6), 2789-2837.
- Hoepner, A. G., and F. Schneider (2022), “Impact across Asset Classes: Exit, Voice, and/or Denial of (Re) Financing?” *North American Journal of Economics and Finance*, 62, 101758.
- Huber, R. A. (2020), “The Role of Populist Attitudes in Explaining Climate Change Skepticism and Support for Environmental Protection.” *Environmental Politics*, 29(6), 959-982.
- Jidinger, J., and H. Miyajima (2019), “Does Regulation Matter? Effects of Corporate Governance Reforms on Relational Shareholdings in Japan?” Waseda Corporate Governance Research Working Paper Series, 2019-002.
- Kölbel, J. F., F. Heeb, F. Paetzold, and T. Busch (2020), “Can Sustainable Investing Save the World? Reviewing the Mechanisms of Investor Impact.” *Organization & Environment*, 33(4), 554-574.
- Krueger, P., Z. Sautner, & L. T. Starks (2020), “The Importance of Climate Risks for Institutional Investors,” *The Review of Financial Studies*, 33(3), 1067-1111.
- Lee, L-E (2020), 'ESG Investing: Financial Materiality and Social Objectives', in Hammond P.B., R. Maurer, and O. S. Mitchell (eds), *Pension Funds and Sustainable Investment: Challenges and Opportunities*, Oxford Academic.
- Morningstar (2025a), “U.S. Sustainable Funds Landscape 2024 in Review”.
- Morningstar (2025b), “Global ESG Funds Suffer Outflows in Q1 2025 Amid Intensifying ESG Backlash”.
- Mudde, C., and C. R. Kaltwasser (Eds.) (2012), *Populism in Europe and the Americas: Threat or Corrective for Democracy?* Cambridge University Press.
- Oehmke, M., and M. M. Opp (2025), “A Theory of Socially Responsible Investment.” *Review of Economic Studies*, 92(2), 1193-1225.
- Pástor, L., R. F. Stambaugh, and L. A. Taylor (2021), “Sustainable Investing in Equilibrium.” *Journal of Financial Economics*, 142(2), 550-571.
- Pedersen, L. H., S. Fitzgibbons, and L. Pomorski (2021), “Responsible Investing: The ESG-Efficient Frontier.” *Journal of Financial Economics*, 142(2), 572-597.
- Pensions & Investments (2025), “ESG Funds Haven’t Gained Much Traction in 401(k) Plans or with DC Plan Consultants.”
- Wiertz, T., L. Kuhn, and A. Mattisek, A. (2023), “A Turn to Geopolitics: Shifts in the German Energy Transition Discourse in Light of Russia's War against Ukraine.” *Energy Research & Social Science*, 98, 103036.