



# アジアのESGデータの課題と投資機会

**Goh Rong Ren**

債券運用部門、ポートフォリオ・マネジャー、イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）

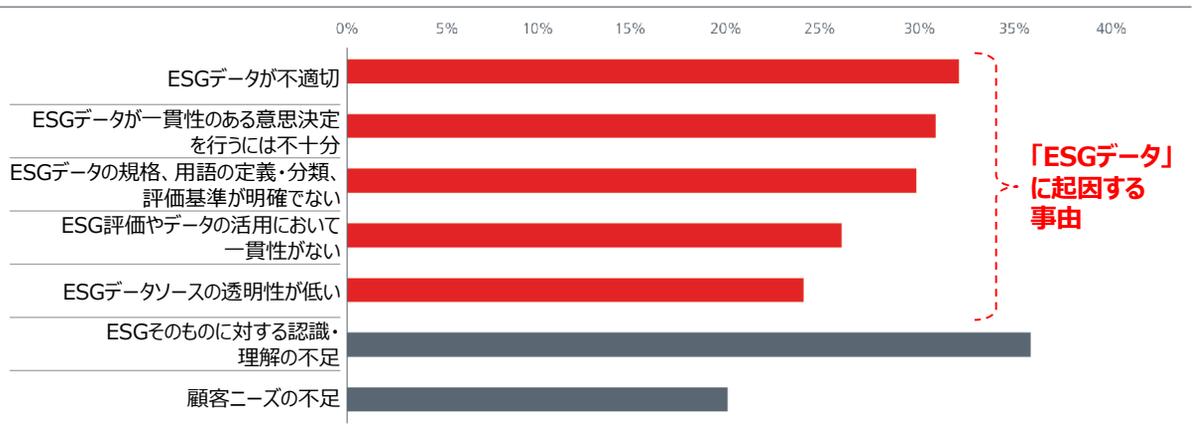
アジアは多様性（国々による社会的・文化的な差異）を有し、また各国の経済成長のレベルも異なるため、主にこれまで先進国向けに開発されてきたESGデータの枠組みについては、アジアの実情に沿うようローカライズ（現地化）する必要があります。

ESGの第三者評価データは貴重な情報を提供してくれますが、一方で現時点においては、これまでの伝統的な債券のクレジット分析の方が重要であると考えています。

アジアのESGデータに関する課題が将来的に解決すれば、アクティブ運用担当者がアルファ（超過収益）を創出する投資機会の可能性を秘めています。

ESG投資の拡大とESGデータの発展が連動していることは周知の事実です。2019年の調査<sup>1</sup>では、投資プロセスにESGの要素を組み込む投資手法であるESGインテグレーションを推進する上での課題として「ESGデータ」に起因する事由が多く挙げられています。（図表1参照）

図表 1: ESGインテグレーションを推進する上での課題は何ですか？



出所：Economist Intelligence Unitによる「Green Intelligence: Asia's ESG investing, data Integrity and technology（2019年12月）」

1. Economist Intelligence Unitによる「Green Intelligence: Asia's ESG investing, data Integrity and technology（2019年12月）」

英国ブルーデンシヤル社は、イーストスプリング・インベストメンツ株式会社の最終親会社です。最終親会社およびそのグループ会社は主に米国で事業を展開しているブルーデンシヤル・ファイナンシヤル社、および英国のM&G社の子会社であるブルーデンシヤル・アシュアランス社とは関係がありません。

※ご留意いただきたい事項を最終ページに記載しております。

イーストスプリング・インベストメンツ株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第379号／加入協会 一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会

投資家や運用担当者にとって、ESG評価は投資判断に貴重な示唆を与え、ポートフォリオの運用成果に影響を与えます。一方で、投資先の企業にとっては、ESG評価は、自社のESGへの取組みが望ましいインパクトと成果を生んでいるかを把握する上で役立ちます。そのため、近年、ESG評価を行う第三者機関の数が大幅に増加していることは驚くことではありません。

しかし、このことによって投資家が理解しなければならない別の問題が生じています。

## ESG評価の背景を理解する

財務データはその大部分が標準化され、各指標の中身も明確ですが、ESGデータは標準化が進んでおらずグローバルなタクソノミー（基準）はまだ存在しません（ただし、EUは2020年6月に「Sustainable Finance Taxonomy Regulation」を発表しました）。

そのため、ESG評価機関が解釈し比較する必要がある一つの評価項目に対しても様々な評価方法があります。

例えば、ダイバーシティ（多様性）の評価項目だけでも、ESG評価に影響を与える要因は性別にとどまらず、人種、国籍、学歴、年齢、障害、性的指向、雇用形態などにまで広がります。同時に、国や地域ごとに異なる歴史的、政治的、文化的環境によって、「どのような評価項目を用いるのがより適切か」が決まります。

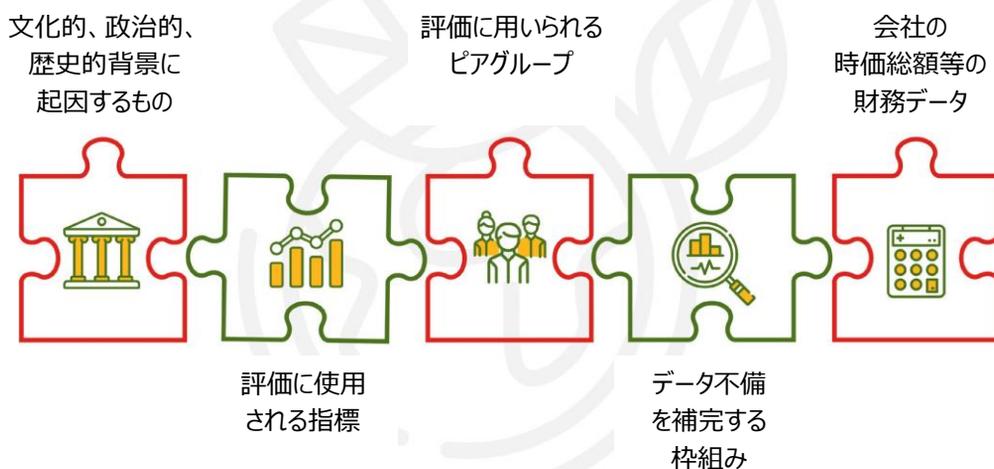
米国では「人種（の尊重）」がダイバーシティ評価の影響要因として重要性を持つかもしれませんが、移民の割合が多い西欧諸国では「多文化（の尊重）」がより重要になります。一方、中国では都市部と農村部の格差が、インドでは宗教やカーストが、より重要な影響要因となるかもしれません<sup>2</sup>。

ESG評価は、ESG評価機関が選ぶ評価対象企業のピアグループ（比較対象企業群）によっても影響を受けます。多くのESG評価機関は、ピアグループそのものが企業のESG評価に大きな影響を与えるにもかかわらず、ピアグループの定義方法について透明性を提示していません。アジアでは、複数の国に分散して事業を展開しているコングロメリット（複合企業）にとっては、さらに複雑さが増します。

一方で、ESG評価機関は、データ不備を補完するために様々な方策をとっています。例えば、あるESG評価機関は、不祥事に関するデータが十分に記録されていないかかったとしても、その企業の安全性が高いと評価するかもしれません。一方で、データに不備がある場合でも、より規制の厳しい国で事業を行っている企業には高い評価を与える場合もあります。例えば、同じようにデータに不備があった場合、一般にシンガポールの方が中国よりも規制が厳しいため、シンガポールの銀行の方が中国の銀行よりも高いガバナンス・スコア（ESGのG）を付与される可能性があります。

さらに別のアプローチでは、観測されているデータと予測因子を用いることで、データ不備（欠損データ）の推定値を得ることができます<sup>3</sup>。

図表 2: ESG評価に影響を与える要因



出所：イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）作成（2021年5月）。

2. Cultureplusconsulting.com. “Meaningful metrics for diversity and inclusion”.（2018年）
3. “Four things no one will tell you about ESG data”. Sakis Kotsantonis and George Serafeim.

また、ESG評価は、ESG課題に関する包括的な情報開示を行うリソースを持たない資本の小さい企業に対して、偏った評価を与える可能性があります。同時に、財務データとは異なり、ESGデータは監査法人からの監査を受けていないため、報告されたデータの信頼性や有用性についても懸念が残ります。

これは、標準化された財務データ等の分析を重んじる信用格付けと比較してESG評価にはその結果に大きな“ばらつき”が生じている原因にもなっています。

信用格付けにおいては、ムーディーズとスタンダード&プアーズ（S&P）の2社の格付け結果には、0.9の正の相関関係があると言われていています<sup>4</sup>。ところが、ESG評価に関しては同じことが言えません。例えば、オランダのESG評価世界大手のサステナリティクスは、インド企業であるAdani Ports and Special Economic ZoneをESGリスクが低いと評価していますが、MSCIは同社に最低水準のESG評価となるCCCを付与しています。一方で信用格付けにおいては同社にはムーディーズ、フィッチ、S&Pから共に同水準の信用格付けが付与されています。

さらに、ESG評価機関は現在、アジアの投資対象ユニバースの60～70%程度しかカバーし切れていないという事実から、アジアのESGデータの課題が浮き彫りになっています。

## アジアのESGデータを巡る取り組みを前進させるために必要なこと

ESGデータの標準化を巡る取り組みは、今後も推進されていくことでしょう。アジアでは、アジア証券業金融市場協会（ASIFMA）が、ESGデータの問題点に対処するための取り組みを主導しており、以下のような提言を行っています<sup>5</sup>。

- 原理原則を明確にした世界標準の（少なくとも単一国ではなく複数国をカバーする地域包括的な）ESGデータ・タクソミー（基準）への収束の促進
- より高レベルの、より一貫性のある企業情報開示の基準の設置
- ESG評価・分析における分析基準を向上させ、より包括的で堅牢なアプローチを推奨

4. “Investing in green ratings? It’s a grey area”. Ross Kerber.

5. “Data Challenges and Opportunities for ESG and Sustainable Finance in Asia Pacific”. ASIFMA & FOSDA. (2020年12月)

6. “Why is corporate virtue in the eye of the beholder? The case of ESG ratings”. Dane Christensen. George Serafeim  
Anywhere Sikochi.

7. “ESG in manager selection – Mercer’s perspective”. BofA Global Research. (2021年1月)

- ESG評価機関の評価基準と説明責任の向上（データ開示に関する明確かつ統一的な要件事項だけでなく、規制も含む）
- ESG基準と国連SDGsなどの枠組み、気候変動リスクなどを含む包括的な銀行監督に関する政策との調和
- 開示・報告基準に関する“官庁と民間”、“企業と投資家”などのステークホルダー間の継続的なパートナーシップと対話を継続

おそらくESGデータの問題点に対する解決策は、必ずしもデータそのものを増やすことではなく、標準化されたデータに集約することでしょう。興味深いことに、より多くのESG情報を開示している企業は、ESG評価機関のESG評価の結果において、“ばらつき”が大きくなる傾向があるという調査結果があります<sup>6</sup>。

このような背景から、アクティブ運用担当者は、独自のESG評価フレームワークを構築することが重要です。ファンドの格付けを提供し、アセットオーナーの投資運用マネジャー選定を支援しているマーサーは、ファンドマネジャーがESG評価を行う際に、各項目のウェイトやスコアリングを決定する独自の手法を持つことを推奨しています。また、マーサーは、運用会社がESG投資に特化した専門チームを設置する代わりに、ESGを投資意思決定プロセスの付加価値的な要素として組み入れることを提唱しています<sup>7</sup>。これは、私たちのチームの投資アプローチと非常によく似ています。私たちのシンガポールの債券運用チームは、独自のESG評価フレームワークを持っています。これは、今までの債券の伝統的なクレジット分析の延長線上にあり、投資対象である発行体に対するクレジット・リサーチ・チームの英知を活用しています。

標準化されていないESGデータの増加は、うわべだけ環境に配慮した「グリーンウォッシュ」の発生につながりました。グリーン、ソーシャル、サステナビリティ（GSS）の枠組みと原理原則がしっかりしているにもかかわらず、GSS認証済の債券であっても、グリーンウォッシングのリスクから逃れることはできません。このような理由から、当社では、ESGに焦点を当てた債券戦略においては、やみくもにGSS認証済みの債券を優先的に投資対象に組み入れることはせず、独自のESG評価フレームワークを活用しています。当社は、企業の長期的な事業の存続可能性や債務返済能力に影響を与える可能性のあるESGリスクを独自に分析することで“グリーンウォッシュ”のリスクを軽減していきたいと考えています。

## 超過収益の創出のために必要なこと

第三者機関である各ESG評価機関は、ESG投資プロセスに必要な重要なデータを提供しますが、投資家はESG評価に影響を与えるその要因をしっかりと把握する必要があります。

同時に、ESGデータには「すべてに通用する万能なもの」ではありません。運用会社が投資プロセスにESGを組み込むために使用する様々な手法（●投資先からの除外、●規範に基づくスクリーニング、●アクティブ・オーナーシップ（議決権行使とエンゲージメント）など）は、それぞれ異なるタイプのESGデータが必要となります<sup>8</sup>。

アジアでは、ESGデータの非効率性の解消、データ基準の改善が継続的に取り組まれています。現時点では債券運用に際しては、まだまだ昔ながらの伝統的なクレジット分析の方がより重要と言わざるを得ません。これまで債券アクティブ運用担当者は、投資機会を見つけるために、何十年もの間、財務データの分析に重きを置いてきました。アジアにおけるESGデータの課題が将来的に解決すれば、債券アクティブ運用担当者にとって市場平均を上回る超過収益を創出する投資機会となる可能性を秘めています。

8. “Solving the ESG data challenge”. Factset.

### <当資料に関してご留意いただきたい事項>

○当資料は、イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）が作成した資料をもとに、イーストスプリング・インベストメンツ株式会社が、情報提供を目的として作成した資料であり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。また、特定の金融商品の勧誘・販売等を目的とした販売用資料ではありません。○当資料は、信頼できると判断された情報等をもとに作成していますが、必ずしもその正確性、完全性を保証するものではありません。○当資料の内容は作成日時点のものであり、当社の見解および予想に基づく将来の見通しが含まれることがありますが、将来予告なく変更されることがあります。また、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。○当資料で使用しているグラフ、パフォーマンス等は参考データをご提供目的で作成したものです。数値等の内容は過去の実績や将来の予測を示したものであり、将来の運用成果を保証するものではありません。○当資料では、個別企業や業種・テーマに言及することがありますが、当該企業の株式や業種・テーマについて組入の保証や売買の推奨をするものではありません。○当社による事前の書面による同意無く、本資料の全部またはその一部を複製・転用並びに配布することはご遠慮ください。○抄訳には正確性を期していますが、必ずしもその完全性を担保するものではありません。また、必ずしも原資料の趣旨をすべて反映した内容になっていない場合があります。