

### ESGインデックスの今

2017年、GPIF(年金積立金管理運用独立行政法人)は国内株式を対象とする3種類のESGインデックスに追随するパッシブ運用を、1兆円規模で開始すると発表しました。2018年9月にはさらに、国内株式およびグローバル株式を組み入れ対象とする環境指数を選定し、ESGパッシブ運用は全体で3兆円規模になっています。国内で一躍注目を集め、海外年金運用でも活用されている、ESG指数について解説します。

#### ESG指数とは

組み込まれる銘柄の選別や、ウェイトづけのルールに、環境・社会・企業ガバナンスの基準を設けた指数<sup>1</sup>のことです。2001年に公表され、SRI指数の代表格と評されるFTSE4Good Indexの他、武器やタバコを生産する企業を組み入れ対象から除外するような、倫理的な基準を持つ指数が1990年代から存在しています。

MSCI、FTSE Russell、S&Pが指数算出・提供会社として有名であり、それぞれが独自の手法で企業を調査した結果のESGスコア(環境・社会・企業ガバナンスの観点からの企業評価、以下「スコア」と表記)や、不祥事の有無、二酸化炭素排出量等のデータに基づいて指数に組み入れられる銘柄・ウェイトが決まります。

世界の公的年金を中心に環境・社会の問題に配慮した投資が普及していることで、様々なニーズに合わせて指数構築のルールは多様化しています。近年は、スコアの高い銘柄から組み入れるようなポジティブ・スクリーニングの手法を取り入れた指数や、できる限り銘柄除外をせずウェイト

調整のみにスコアを用いる指数、環境・女性活躍のテーマ型指数等が登場しています。株式指数だけでなく、グリーンボンドのみを組み入れた指数や、企業や国別のスコアで銘柄を選別・加重した債券総合指数(国債・社債・政府関連機関債・カバードボンドが対象)、国債指数があります。

#### ESG指数投資の意義

ESG投資を行う年金基金が、指数に連動するパッシブ運用を選択することの意義・メリットには、次のようなことが挙げられます。

##### 1. パッシブ運用の中でESG投資ができる

ポートフォリオのパッシブ比率が高い年金基金においては、新たにアクティブファンドを採用するよりも、パッシブ投資の一部分のベンチマークをESG指数に置き換えるという手法がとられます。

##### 2. 運用コストを抑制できる

ESGアクティブファンドを採用する手法もありますが、その場合はファンドマネジャーによる企業へのエンゲージメント、情報の収集等の追加的なコストが発生すると考えられま

<sup>1</sup> 以降、単に「指数」とあるものもすべてESG指数を指す。

このレポートは、年金基金運営および企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営および企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券および野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布しております。提供されたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。

す。

スコア算出・リバランスが年2~4回程度に限定され、ルールベースで運用される指数投資は、なるべく低いコストかつ広いユニバースを対象に、将来の環境・社会問題のリスクを低減することを目的とする投資家に適すると考えられます。

### 3. 指数会社がエンゲージメントを行う

指数を算出・提供する会社の多くは、企業のスコアを算出するために、企業の開示情報を調べる手法か、アンケートを送付し回答させる手法をとっています。スコア決定後には、スコア状況を企業にフィードバックしています。他に、GPIFの指数採用以来、企業からの質問が増えているとして、MSCI社は「企業向けFAQs」でスコアの基準等を説明しています。

アセット・オーナー自身が企業にレターを送る代わりに、指数会社が、環境・社会に配慮した事業や情報開示に対する意識を高めさせるという意味でのエンゲージメントをし、そのコストを、指数を採用している投資家全てで分担していると言えるでしょう。

### 4. アナウンスメント効果

GPIFは、指数採用を公表した資料の中で、指数の構成銘柄に選ばれることが企業にとってのインセンティブとなり、企業価値向上に繋がることを期待すると述べています。

市場への影響力が大きいアセット・オーナーの場合には、指数を選定したと宣言することそのものが、企業のESG活動を促し、ESG投資を行う海外投資家からの資金流入を含めて、市場の底上げに繋がるとする見方もあります。

## ESG指数の類型

現在多種多様な指数が各社で構築されていま

すが、目的や用いられる手法によって、以下のよう

#### 1. ネガティブ・スクリーニング指数

特定のセクターや企業を組み入れない指数です。投資方針や政府からのマニフェストにより、武器製造企業には投資しない等の倫理的な制約を設けているアセット・オーナーのニーズに応えるものです。

例: MSCI Global ex Fossil Fuels Index (母指数から、石油・ガス等のエネルギーセクターや金属・鉱業セクターを除外)

#### 2. インテグレーション指数

スコアによって企業を総合的に評価し、評価の高い企業をウェイト加重または選別した指数です。近年欧米を中心に気候変動リスクの低減がESG投資の一大テーマとなっており、二酸化炭素排出量の多い企業を組み入れ対象から除外した指数が年金基金に採用されています。クオリティ、低ボラティリティ等のスマートベータとスコアを組み合わせた指数も登場しています。

例: FTSE Blossom Japan Index (総合スコアが5点中3.1以上の銘柄を組み入れ、セクターウェイトは母指数と同程度に調整)

#### 3. テーマ投資・インパクト投資指数

再生可能エネルギーや女性活躍のような、特定のテーマに絞って銘柄を選別する指数です。テーマに関連した事業に長けた企業が少数選ばれる傾向にあり、銘柄数は他の指数に比べて少なく、対TOPIXのトラッキング・エラーも大きくなります。

2018年にGPIFが採用した環境指数もテーマ指数にあてはまりますが、GPIFの採用指数は、銘柄除外を流動性や不祥事基準で行っているため、銘柄数は母指数の80%程度になっています。

このレポートは、年金基金運営および企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営および企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村證券および野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布しております。提供されたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券、野村資本市場研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。

例:S&P Global Clean Energy Index(再生可能エネルギーを生産、または関連する技術・設備の提供を中心事業とする30銘柄を組み入れ)

### 公的年金による指数採用例

年金運用でのESG投資で用いられる手法の主流は、基準に満たない投資対象を排除するネガティブ・スクリーニングから、企業評価を体系的に取り入れたインテグレーションの手法に替わりつつあります。そこで、システムティックに環境・社会の要素を投資に統合する手段の一つとして、スコアを銘柄選別・ウェイトづけに用いた指数が採用されています。

日本では、GPIFが長期的なリスク調整後リターンの改善や、国内株式市場の底上げを目的として、総合型(インテグレーション指数)2本、環境型(テーマ指数)2本、社会型(テーマ指数)1本の内外合わせて5種類の指数を採用しています。

指数選定の評価基準には、ネガティブ・スクリーニングではなく、多くの企業に指数組み入れのチャンスがあるようにポジティブ・スクリーニングを基本とすることや、企業の情報開示を促すことが挙げられました。

海外の公的年金では、環境型指数の採用が目立ちます。FRR(フランスの公的年金積立基金)は、株式ポートフォリオのカーボン・エクスポージャーを削減することを目的として、二酸化炭素排出量の多い銘柄を除外するMSCI Low Carbon Leaders Indexをベンチマークとし、1,200億円規模で投資しています。米国カリフォルニア州の教職員退職年金基金CalSTRSも、気候変動リスク対策のための投資の一環として、約3,000億円をMSCI ACWI Low Carbon Target Indexに追随するパッシブ運用に投じています。

その他、ESGファクターを取り入れたマルチファクター指数に投資するAP2(スウェーデンの公的年金)のように、投資方針に応じてカスタマイ

図表 1 代表的な国内株式 ESG 指数のパフォーマンス(すべて年率)

		2016年10月~2019年1月			
		収益率	超過収益 (対TOPIX)	標準偏差	TE (対TOPIX)
ネガティブ スクリーニング	MSCI SRI	8.22%	-1.39%	13.80%	2.54%
インテグレーション	MSCI ESG Leaders	9.25%	-0.36%	13.51%	1.26%
	MSCI ESG Select Leaders	9.56%	-0.04%	13.55%	1.45%
テーマ	MSCI Governance Quality	7.96%	-1.65%	11.90%	4.16%
	MSCI WIN(女性活躍指数)	10.08%	0.48%	13.25%	2.02%
ネガティブ スクリーニング	FTSE4Good	10.10%	0.49%	14.33%	2.22%
インテグレーション	FTSE Blossom	10.13%	0.52%	14.29%	1.64%
テーマ	FTSE Environment Opportunities	10.68%	1.08%	15.36%	5.20%
ネガティブ スクリーニング	S&P Fossil Fuel Free	10.11%	0.50%	13.58%	1.33%
インテグレーション	S&P ESG Factor Weighted	10.25%	0.64%	13.74%	1.44%
テーマ	S&P Carbon Efficient	10.83%	1.23%	13.53%	1.40%
	S&P Carbon Efficient Select	9.55%	-0.06%	13.59%	1.44%

※TOPIXのこの期間の収益率(年率):9.61%、月次リターンの標準偏差(年率):13.48%

(出所) Bloomberg, Datastream のデータを用いて野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター作成

(注)すべての指数データが揃う期間として、2016年10月からの月次リターンデータを使用

このレポートは、年金基金運営および企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営および企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券および野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布しております。提供されたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。

ズした指数を利用する例も見られます。

### ESG指数のパフォーマンス

図表1の通り、国内株式を対象とする指数の、2016年10月から2019年1月までのパフォーマンスは、まちまちな結果ですが、環境指数のFTSE Environment Opportunities Japan Index や S&P/TOPIX150 Carbon Efficient Indexで1%を超える対TOPIXの超過収益が発生しています。S&Pの指数は、S&P/TOPIX150をベンチマークとし、銘柄除外を行わないため、トラッキング・エラーは比較的低位に抑えられています。

図表2で、同期間でCAPMおよびファーマ=フレンチの3ファクターモデルによるリターン分解を行った結果を示しています。MSCI Japan Governance-Quality Index(財務クオリティデータとガバナンススコアでの銘柄選別を行う指数)は比較的ベータが低く、また多くの指数が大型グロース寄りであるという特性が示されました。

これは、MSCI社とFTSE Russell社の作成す

るスコアはインタビューやアンケートに依らず、企業の有価証券報告書やホームページ等の公開情報のみを情報源としているため、投資家への情報公開を充実させている大企業に、高スコア銘柄が偏りがちであることが理由の一つと考えられます。

### ESG指数採用の際の留意点

前述したように、現在ESG指数には大型グロースの特性をもつものが多くなっています。指数採用の際には、ポートフォリオ全体のリスク特性やファクター感応度を大きく歪めることが生じないよう、ファンドの入れ替えや、指数の組み入れ比率の調整が必要になると考えられます。

また、指数会社によってスコアの決定方法が異なるため、高評価がつく企業は必ずしも一致しません。基金の投資方針や投資信念に合わせて、スコア算出方法という観点からも指数を選択すべきでしょう。

図表 2 代表的な国内株式 ESG 指数のリスク特性

		2016年10月~2019年1月						
		超過収益率		ファクター感応度				
		CAPM	ファーマフレンチ3ファクターモデル	CAPM	ファーマフレンチ3ファクターモデル			
				β	市場	バリュー	サイズ	決定係数
ネガティブスクリーニング	MSCI SRI	-1.30%	-1.26%	1.01	1.02	-0.05	-0.13	0.97
インテグレーション	MSCI ESG Leaders	-0.31%	-0.30%	1.00	1.01	-0.02	-0.09	0.99
	MSCI ESG Select Leaders	-0.03%	-0.02%	1.00	1.01	-0.02	-0.08	0.99
テーマ	MSCI Governance Quality	-0.11%	0.46%	0.84	0.88	-0.35	0.11	0.97
	MSCI WIN(女性活躍指数)	0.69%	0.86%	0.97	0.99	-0.11	-0.02	0.98
ネガティブスクリーニング	FTSE4Good	0.03%	-0.19%	1.05	1.05	0.10	-0.28	0.99
インテグレーション	FTSE Blossom	0.03%	-0.17%	1.05	1.05	0.11	-0.13	1.00
テーマ	FTSE Environment Opportunities	0.49%	0.89%	1.08	1.11	-0.26	-0.04	0.91
ネガティブスクリーニング	S&P Fossil Fuel Free	0.44%	0.34%	1.00	1.02	0.01	-0.29	1.00
インテグレーション	S&P ESG Factor Weighted	0.48%	0.29%	1.01	1.01	0.08	-0.20	1.00
テーマ	S&P Carbon Efficient	1.14%	1.09%	1.00	1.01	-0.01	-0.28	1.00
	S&P Carbon Efficient Select	-0.07%	-0.10%	1.00	1.02	-0.03	-0.31	1.00

(出所) Bloomberg, Datastream のデータを用いて野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター作成

このレポートは、年金基金運営および企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営および企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券および野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布しております。提供されたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。

— 次号のお知らせ —

次号は

**3月25日(月)**

発行予定です。

## 《MSCIデータの利用に関する注意事項》

本資料中に含まれるMSCIから得た情報はMSCI Inc. (「MSCI」)の独占的財産です。MSCIによる事前の書面での許可がない限り、当該情報および他のMSCIの知的財産の複製、再配布あるいは指数などのいかなる金融商品の作成における利用は認められません。当該情報は現状の形で提供されています。利用者は当該情報の利用に関わるすべてのリスクを負います。これにより、MSCI、その関連会社または当該情報の計算あるいは編集に関与あるいは関係する第三者は当該情報のすべての部分について、独創性、正確性、完全性、譲渡可能性、特定の目的に対する適性に関する保証を明確に放棄いたします。前述の内容に限定することなく、MSCI、その関連会社、または当該情報の計算あるいは編集に関与あるいは関係する第三者はいかなる種類の損失に対する責任をいかなる場合にも一切負いません。MSCIおよびMSCI指数はMSCIおよびその関連会社のサービス商標です。

## 《FTSE世界国債インデックスに関する注意事項》

FTSE世界国債インデックスは、FTSE Fixed Income LLCにより運営され、世界主要国の国債の総合収益率を各市場の時価総額で加重平均した債券インデックスです。このインデックスのデータは、情報提供のみを目的としており、FTSE Fixed Income LLCは、当該データの正確性および完全性を保証せず、またデータの誤謬、脱漏または遅延につき何ら責任を負いません。このインデックスに対する著作権等の知的財産その他一切の権利はFTSE Fixed Income LLCに帰属します。

## 野村証券からのお知らせ

当社で取り扱う商品等へのご投資には、各商品等に所定の手数料等(国内株式取引の場合は約定代金に対して最大1.404%(税込)(20万円以下の場合)、2,808円(税込))の売買手数料、投資信託の場合は銘柄ごとに設定された購入時手数料(換金時手数料)および運用管理費用(信託報酬)等の諸経費、等)をご負担いただく場合があります。また、各商品等には価格の変動等による損失が生じるおそれがあります。商品ごとに手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面、上場有価証券等書面、目論見書、等をよくお読みください。

## 野村証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第142号  
加入協会/日本証券業協会、一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 金融先物取引業協会、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会

弊誌の記事はバックナンバーも含めて野村年金マネジメント研究会のホームページでご覧頂けます。当ホームページは、年金スポンサー限定のサービスとなっております。ご利用を希望される方は、次のURLにてご登録をお願い致します。

<http://nenkin.nomura.co.jp>

編集:野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター、野村資本市場研究所

発行:野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター(野村年金マネジメント研究会事務局)

〒100-8130 東京都千代田区大手町2-2-2  
アーバンネット大手町ビル  
TEL: 03 (6703) 3991 FAX: 03 (6703) 3981  
Email: nenkin@jp.nomura.com

このレポートは、年金基金運営および企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営および企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券および野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布しております。提供されたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。