

2023 年 6 月

同志社大学

吉田悦章

1. イントロダクション

本稿は、標題「ESG 投資とイスラム金融：制度的類似性と株価・企業行動等への影響の検証」をもとに実施した研究の報告書である。

近年、地球環境・気候変動への意識の構造的な高まり、その政策面のみならず企業部門への浸透、SDGs（国連による「持続可能な開発目標」）の知名度向上の流れがある中において、学術研究対象としての ESG 投資（環境・社会・ガバナンスを意識した投資）は既に取り立てて目新しい存在ではなくなった。既に多くの研究がなされている状況下、本研究では ESG 投資の実務的・本質的諸側面に焦点を当て、株価指数の作成等における抽出（スクリーニング）プロセスやそのための審査機関等の観点で類似した側面を持つイスラム金融との詳細比較を通じて、株価変動の特徴、企業変革への効果、それによる社会的インパクト等、様々な側面における定量的・定性的な特徴を明らかにする計画のもと、研究作業を進めた。

こうした作業を通じて浮かび上がったのは、当初の計画とはある意味で大きく異なる両者の取引実態であった。すなわち、当初の計画においては、両者の類似性を大きな前提としていた。ESG 投資であれイスラム金融であれ、それぞれの価値基準、すなわち前者であれば環境基準や社会改善効果、ガバナンスの強固さなどに準じた評価がなされ、後者の場合にはイスラムの教義に基づいた審査として、金利を用いていないこと、アルコールやギャンブル等の要素が取引に含まれていないことなどに関するチェックが行われる（詳細は次章参照）。こうした価値審査を経た両者の制度的な類似性を踏まえながら、それぞれの金融取引が社会に与えるインパクトを株価や企業行動の面から論じることを想定していた。

ところが、実際に審査実務面の状況やその結果を踏まえると、両者の間にはやや大きな乖離があることが判明した。大まかに言えば、イスラム金融の場合には、多少の解釈の差こそあれ、大枠としては教義に準じたスクリーニング（例えば、株式銘柄の抽出）が行われている一方、ESG 投資においては価値評価の基準がやや曖昧であることが指摘されることも多い点において、両者は対照的であった。そのため本研究では、そうした実務面についても掘り下げて検討を加え、そうした対照性を生み出す背景を考察することも研究の主眼となった。

とはいえ、こうした技術的な差はあるが、やはり上述したような両者の類似性、すなわち社会的価値を求めた金融（金銭的リターンのみならず社会の効用をも含めた価値を目指す金融）という位置づけ自体は大きく変わらない。その点で、既に確立した金融分野となっているイスラム金融における価値評価の事例は、発展しつつある ESG 投資の諸側面の改善にも貢献できる部分があると考えている。

2. 制度的類似性——ESG 投資とイスラム金融

本研究の発端は、近年目覚ましい進展を遂げている ESG 投資の実務的性格を評価する上で、そのスクリーニング、すなわち「ある金融取引が、その目的とする付随的価値（ESG 投資では ESG の観点の推進、イスラム金融においてはイスラム教義の遵守）の実現に適ったものであるかどうかの審査」の過程においてイスラム金融のそれとの類似性が確認された点にある。この点を確認するため、ESG 投資、イスラム金融それぞれの概要を図表 1 に示す。

図表 1：ESG 投資とイスラム金融の概要

	ESG 投資	イスラム金融
(1) 目指す付随価値体系	ESG（環境・社会・ガバナンス）の推進	イスラム教義の遵守
(2) 提供されている金融商品	株式投資ファンド（株価指数）、債券、融資、その他	株式投資ファンド（株価指数）、債券（スクーク）、融資、その他
(3) スクリーニング実施主体	複数の形態あり	シャリア学者（教義に関する有識者）
(4) 起源	2006 年、国連による責任投資原則（PRI）での提唱	1975 年、ドバイ・イスラム銀行設立
(5) 世界市場規模	35 兆ドル（2020 年、出所：GSIA）	4 兆ドル（2021 年、出所：Statista）
(6) 地理的側面	「先進国＞途上国」の傾向	中東・東南アジア等が中心だが、非イスラムの多い先進国でも取引等あり。

（出所）諸資料より筆者作成

図表 1 につき、誤解を避ける意味も含めていくつか説明を加える。(1)は上述のとおりで、自明でもあるので省略する。(2)提供されている金融商品については、両者とも、既に多くの形態のものが提供されていると評価してよいだろう。細かく言えば、イスラム金融には、イスラム的に問題のない(=「シャリア適格な」)不動産ファンド等もあり、同様に ESG 投資でも、そうした不動産ファンドや、炭素排出の少ないビルなどもその取引対象に含まれ得る。ただし、金額ウェイトの観点での主流は、やはり両者とも、株式投資や債券、融資等の、伝統的資本市場や銀行取引だと言ってよい。(3)スクリーニング主体は、本節の要点でもあるので、後段にてより詳細に説明する。(4)起源をみると、両者とも、20 年弱・50 年弱と、違いはあるものの現代になって一般化してきた分野であることが分かる。なお、これと(5)を踏まえると、「イスラム金融の方がはるか以前に誕生しておきながら、市場規模では格段の差があり、イスラム金融は低迷している」との評価も成り立ち得てしまうかもしれないが、これは(6)の点を考慮すれば容易にその実態を理解できる。すなわち、ESG 投資の場合には、先進国による取り組みが顕著であり、纏まった金額の資金が ESG 投資へシフトした。一方イスラム金融の場合には、年率 15%程度で安定的な成長を続けてきたとはいえ、マレーシアやブルネイ等の東南アジアや、UAE、サウジアラビア等湾岸諸国を中心とした中東など、新興国における潮流であり、先進国に比べれば金額面ではどうしても少額となってしまう。

とはいえ、本研究の主眼は金額の多寡にあるのではなく、とりわけ ESG 投資がその効果を発揮しやすくなるような健全な発展のために、イスラム金融におけるプラクティスからの示唆も参照しながら、その特徴や機能を明らかにしていく、という制度的側面にある。このため、市場規模等はあくまでその実態を知るための参考情報として捉えて頂きたい。

以下では、制度的類似性の根幹であるスクリーニングについて(図表 1 における(3))、両者の詳細を示しながら比較する。その際、スクリーニングを実施する主体と、その目的や結果等でやや状況が異なるため、2 つに分けて論じることとする。

(1)スクリーニング・プロセスの実施主体

ESG 投資では、言うまでもなく環境・社会・ガバナンスの観点からスクリーニングを行うが、その作業を行う主体(実施主体)は幾つかのパターンに分かれるのが実態である。それは、例えば加藤(2019)の章構成において、「第 5 章 ESG 評価機関による ESG 評価」、「第 6 章 運用機関における ESG 評価」、「第 7 章 非財務情報と ESG 評価」となっていることからもうかがえる。ここで、同書の言う「ESG 評価」と本稿で用いてきた「スクリーニング」とは、概ね同じものと考えてよい(違いについては後述)。

上記の章のうち、第 5 章と第 6 章の差は、金融実務における「セルサイド」と「バイサイド」の違いと理解できる。前者は、金融サービスを提供する側、後者は金融サービスを享

受する側である。一般に、本節の主眼であるスクリーニング・プロセスは、主としてセルサイド側の機関が実施する作業であり、その結果をみて、バイサイド側は当該金融サービスを享受するか否かを決定する構図を基本とする。このことは、「運用機関の ESG 評価は各運用機関が銘柄選択のために使うものであり、一般的に社外に公開されることはない」（加藤編 2019: 8）との記述からも強く読み取ることができる。

一方で、上述の章立てにおける第 6 章にあるように運用機関、すなわちバイサイド側がスクリーニングを実施する部分もある。広く知られるように、GPIF（「年金積立金管理運用独立行政法人」のこと。Government Pension Investment Fund の略）は様々な ESG 投資方針を公開しており、投資家側の意向を知る大きな手掛かりとなる事例である。換言すれば、こうしたバイサイド側の意向表明があったからこそ、（そこから利益を得ようとする）セルサイド側の ESG 投資への傾倒があったとみることもでき、上述の加藤編（2019: 8）のような指摘はあるにせよ、無視していい側面ではないだろう。

要約すると、ESG 投資におけるスクリーニング主体は次のように整理できる。第 1 に、ESG 評価機関である。金融商品により異なるが、代表的なのは、株式投資のために各個別企業の ESG 活動を評価するサービスを行う企業である。これらは、運用機関や発行体とは全く関係のない第 3 者機関である。特徴として、株価指数提供企業、格付会社、メディア等が多いとの印象を受ける。

図表 2：主な ESG 評価機関

(ESG 評価機関)	
アラベスク・グループ	S&P グローバル
ブルームバーグ・エル・ピー	Sustainalytics
CDP	東洋経済新報社
Fitch Solutions	Truvalue Labs
FTSE Russell	(ESG ファイナンス評価機関)
Moody's	DNV ビジネス・アシュアランス・ジャパン
MSCI	株式会社日本格付研究所 (JCR)
株式会社グッドバンカー	格付投資情報センター (R&I)
日本経済新聞社 (日経 NEEDS)	Sustainalytics

(出所)東京証券取引所ウェブサイト

(注)「ESG 評価機関」と「ESG ファイナンス評価機関」の違いは、東証の説明を要約すれば、前者が企業行動を評価する全体的な取り組みで個別の企業(銘柄)の評価に類似しているのに対し、後者はグリーンボンド等各個別商品を対象に ESG 評価を行うものと整理できる。

第2に、バイサイド、すなわち運用機関である。上述のとおり、運用機関自身がスクリーニングを行うケースであるが、これは、運用機関自身の判断の場合と、運用機関が外部に委託して自社のスクリーニングを行う場合とに大別される。前者について、おそらく限られた数の運用機関のみがスクリーニングの詳細を公表していると考えてよい。代表的な事例は、上述の GPIF である。後者についても、大方の運用機関がそのスクリーニングの詳細を公表していないと考えることができ、厳密なことはいにくい。ただし、林（2019: 116）では、運用機関における ESG 評価機関の活用の仕方が3つに類型化されており、こうしたスタイルが存在することを示唆している。

一方、イスラム金融におけるスクリーニングは、ESG 投資の場合と様相をやや異にする。

①金融情報を提供する側（セルサイド）のみがスクリーニングを実施する、②スクリーニングの最終責任を持つのはシャリヤ学者と呼ばれるイスラムの有識者であり、それ以外の主体が責任を持つことはない、というのがその理由である。以下、もう少し詳しくみていきたい。

①の点は、イスラム金融におけるスクリーニングがセルサイド（サービス供給側）のみで実施され、バイサイド（サービス需要側）ではスクリーニングをしない、ということであった。イスラム金融における基本的な取引実行の姿は、次のようなものである（以下、吉田[2017]等より）。通常、セルサイドの金融機関には、複数のシャリヤ学者から成る「シャリヤ・ボード」と呼ばれる会議体が設置されている。当該金融機関が新たなイスラム金融商品を提供しようとする、その最終段階においてシャリヤ・ボードに当該案件がかけられ、シャリヤの観点で問題がないとのお墨付きが得られて初めて、シャリヤ適格な金融商品（イスラム金融商品）として提供される。そのお墨付きの書面は、ファトワー[*fatwa*]と呼ばれる教義の観点からの意見書である。顧客は、その金融商品がシャリヤ適格であることを前提としながら、取引を実施する。言うなれば、シャリヤ・ボードの判断を信賴しているということである。

例えば、ESG 株価指数があるのと同様に、イスラム株価指数も幾つかのグローバルな指数提供企業（S&P Global, FTSE, MSCI）により開発・運用されている。指数提供企業は、自社でシャリヤ・ボードを持つか、シャリヤ・ボードを有するコンサルティング会社への委託という形態で、シャリヤ・スクリーニングを実施し、ある銘柄がシャリヤ適格であるかないを判断する。ある株価指数に連動するイスラム ETF（上場投資信託）を考えた場合に、投資家は、その投資がシャリヤ適格である（換言すれば、自分が投資することによってシャリヤの観点で避けるべき企業の支援に繋がることを回避する）ことを前提に当該 ETF を購入する。この点は、例えば ESG 投資において、ESG スコアの多寡を見ながら投資家が判断するケースとはやや変わってくる。

②は、シャリア適格性の責任を有するのはスクリーニングを実施したシャリア・ボードであり、それ以外の主体にその責任はないという点であった。シャリア学者は教義の有識者として尊敬に値する存在であり、また判断する能力と識見を有しているとの位置づけである。他方で、上述の点も含めて、ESG 投資においては基本的に ESG スコアが公表され、バイサイドがそれを参照しながら投資対象を決める。ある意味では、ESG 評価機関は数字を出すまでが責任の範囲であり、結果としてそれで ESG の観点でネガティブな結果をもたらす企業であったとしても、ESG 評価機関に責任が求められる傾向にはない。

(2)スクリーニングの対象・目的

ESG 投資において、スクリーニングの対象は企業、並びにその特定の行動（例：グリーンボンドで調達した資金の使途であるプロジェクトなど）であると理解してよい。上述した ESG 評価機関の例をみると、企業が公表する財務・非財務情報やその他メディア情報等を用いて E・S・G それぞれの観点の評価し、何らかの方法により合算して当該企業の ESG スコアを算出したり、例えばグリーンボンド等ではプロジェクト実施による二酸化炭素削減量等により ESG 格付を付与したりするようなケースが大勢を占める。なお、ESG 株価指数の作成においては、ある銘柄群（例えば、東証上場全銘柄）のうち ESG スコアにおいて一定の基準以上のものが指数に採用される、といったような構成になっている。

一方でイスラム金融においては、上記と大きく異なる形態でスクリーニングが実施されている。基本的には、当該企業（株価指数作成における銘柄に関してなど）や当該取引（個別取引の場合など）における「シャリア適格性の有無」を判断するのが、上述したシャリア・ボードの役割である。アウトプットとして出される結果は、当該銘柄・取引が「シャリア適格」か「シャリア不適格」かのいずれかのみであり、ESG 投資におけるスコアや格付といった、段階的な情報が算出される訳ではない。

そうした性格もあってか、イスラム金融のスクリーニングでは、基本的には所謂「ネガティブ・スクリーニング」のみが実施されている。ネガティブ・スクリーニングとは、(ESG 投資であれイスラム金融であれ) 取引対象として「不適切な銘柄・取引を除外する」というフィルタリングである。逆に、「ESG やイスラムの観点で適切」という方向での選択は「ポジティブ・スクリーニング」と呼ばれ、ESG においてはそうしたスクリーニング手法やそれに基づく投資を行う運用機関も存在する。

いずれにせよ、スクリーニングの方向性は、ESG 投資とイスラム金融の間で大きな違いがみられる。

3. ESG投資におけるスクリーニングに関する課題

本研究に着手した際の基本的な立脚点は「ESG 投資とイスラム金融のスクリーニングに類似性がある」というものであった（本研究のタイトルにもみられるように）。しかしながら、とりわけ上述したような比較作業を進めたところ、次第に違いが明らかになっていったというのが実際のところである。中でも、ESG スコアについて理解を深めるにつれ、イスラム金融との比較において大きな課題を抱えているとの印象を持った。

例えば、根本（2021）は、ESG スコアの信頼性等について次の点を指摘している：①多数の評価機関が乱立（600 以上）、②評価基準が分かりにくい、③評価機関の間でスコアが大きく異なり相関性がない、④形式的なチェックにとどまり、高いスコアを得た企業にてその後不祥事が発覚するケースが目立つ、などである。それぞれにつき、イスラム金融との比較を通じて以下に論じる。

(1) ESG投資におけるスクリーニングの個別課題

①多数の評価機関が乱立（600 以上）

上述のとおり、ESG 投資におけるスクリーニングでは、第三者たる評価機関が各企業の ESG 活動を評価して ESG スコアを算出する。投資家は、そのスコアを用いて ESG 投資を行うが、利用に際しては料金を評価機関に支払う必要がある。こうした取引構造のもと、ESG 投資取引が急速に拡大するもとの、新たなビジネスとして多くの業者が ESG スコア提供ビジネスに参画した。若干の収斂もあるようではあるが、600 以上の業者があるとの指摘もある。

一方イスラム金融におけるスクリーニング主体であるシャリア・ボードあるいはその構成員であるシャリア学者の状況をみると、上記とは正反対の構図となっている。イスラム金融が世界的な成長を続ける一方で、シャリア学者の数は世界で 100 人程度しかいないとも言われており、特定の学者が幾つもの金融機関を掛け持ちするという現象が起きている。例えば、著名学者であるニザム・ヤアクービー師は、15 年ほど前の統計にはなるが 55 もの機関のシャリア・ボードに参画していた（北村・吉田 2008）。

上述のように、ESG 投資の方がはるかに短い歴史である中で、こうした対照的な状況が発生する最大の要因は、参入障壁の違いであろう。ESG 評価機関に必要なのは、スコアの算出に関する方法論の確立と、それを可能とするシステムや人材の確保に尽きるだろう。さほど高度な知識や技術を必要とする訳ではないという構造が、著しい拡大が見込まれる成長分野という状況のもとで、多くの業者を生む要因となったと考えるのは自然である。一方

で、イスラム金融のスクリーニングを担うシャリア学者になろうとすると、一般的には小学校相当から寄宿制の学校に通い（マドラサと呼ばれる[インドネシアではプサントレン]）、アラビア語の会得は言うに及ばず、聖典クルアーンの暗誦やイスラム神学・法学・クルアーン解釈論・預言者言行録・論理学・イスラム史・アラビア語文学等を専門的に学習する。それらをベースに、さらに一般の法学や経済学、その他の学問を修めながら、金融に関する一定の理解を得ることで、ようやくシャリア学者としての要件が備わるのである。このため、参入障壁は極めて高いとみることができ、ESG 投資で見たような評価機関の「乱立」は、イスラム金融では起こりにくいと考えられるのである。

②評価基準が分かりにくい

この点も、ESG 投資における評価機関業界の構造に起因している面があろう。業者が乱立する中にあって、彼らの収益（顧客獲得）の源泉は（他社に比べ）適切な評価をしていることを顧客たる運用機関に訴えその提供する ESG スコアを使ってもらうことにある。このため各社は、顧客に理解してもらうためあるいはマーケティング目的等を含めて、評価基準の一部を公表することはあっても、競争力の源泉たるその全貌は極力公開しないという誘因に駆られる。評価結果の簡便さや投資パフォーマンス等の関連性も含めて運用機関に訴えることで収益を得ようとするところから、自ずと評価基準が分かりにくくなるのである。なお、実際には評価機関がEであれSであれGであれ、各分野に関する専門家であるケースはほとんどなく、いずれも上述したような金融関係の情報提供業者である。

一方、イスラム金融の場合には、評価基準、あるいは評価のベースとなるものがシャリアであることは明白であり、それらは多少なりともムスリムに理解されやすいものであるため、こうした問題は生じにくい。実際には、シャリア学者の間で例えば取引の詳細に関する解釈が分かれることもなくはないが（この点については次節で後述）、(1)基本的には同じ法理体系（シャリア）に基づく解釈であるため大枠では一致する傾向にあること、(2)ムスリム投資家（バイサイド）は、セルサイド側シャリア・ボードの判断を尊重・信頼して取引に参画している前提であり、そもそもシャリア学者は、神の作った知の体系であるシャリアのもとで人々がどう行動するかを伝える存在との位置づけであるため、（上述した訓練過程を経て得られた）広範な知識と深淵な思考のもとでの決断に対し全面的信頼を置いているため、評価根拠が分かりにくいとしても問題はないと整理することが可能である。

③評価機関の間でスコアが大きく異なり相関性がない

これも、評価機関の業界構造に起因する部分が大きくあるだろう（一部は後述）。上述した背景のもとで様々な業者が自社の判断のもと様々な評価手法を開発していることから、そして商業上の理由を中心にそれらの詳細を公表しない構図となっていることから、ある

意味でスコアが異なるのは頷ける。ただし、大きく異なったり相関性がないといったりする結果となるのは、ESG スコア（評価機関業界）そのものへの信頼性を低める状況を生む理由ともなっている。

先行研究をみると、Semenova and Hassel (2015)が環境分野についてこうした評価結果のバラツキを論じているほか、Dorfleitner et al. (2015)や Chatterji et al. (2016)、Howard (2016)、Berg et al. (2019)などはいずれも ESG スコア結果における一貫性の乏しさを指摘している。日本の ESG スコアについても、湯山・白須・森平（2020）が同様の分析を実施している。

一方で、イスラム金融の場合には、概ねこうした問題は生じていない。一部には、「地域によりシャリヤ解釈の違いがあることが問題。マレーシアでシャリヤ適格とされた金融商品が中東のシャリヤ学者にはシャリヤ不適格とされた」というような指摘がとりわけ初期の論調としてなくもないが、次のような実態によりそれを退けることが可能である。(1)地域によるシャリヤ解釈の（僅かな）違いは、むしろ自然である。というのも、もともと（スンナ派）イスラム法学派が地域ごとに分かれており、ハナフィー学派：パキスタン・中央アジア・トルコ、マーリク学派：北アフリカ、シャーフイー学派：東南アジア、ハンバル学派：湾岸諸国等のように地域と学派の大まかな呼応がみられる。このため、細部において判断の違いが生じ得る。そして、例えば一つのシャリヤ・ボード内で異なる出身・異なる学派により判断の違いが生じた場合でも、学者間の協議により妥協点が見いだされ、最終的には全会一致でファトワーが出され金融商品が提供されている。(2)地域の違いについて、過去、すなわち 2002 年の取引（マレーシア国債）ではそうした事例も見られたが、業界が発展するにつれ、クロスボーダーの取引も強く意識されるようになり、シャリヤ解釈の収斂が進んだため、現代においてはそうした地域ごとの解釈・判断の違いがみられにくいのが実態である。

上記(1)の観点で、例えば、グローバルな金融機関であるスタンダード・チャータード銀行のシャリヤ・ボードは、バーレーンのニザム・ヤクビー師、サウジアラビアのモハメド・アリ・エルガリ師、マレーシアのアズナン・ハッサン師で構成されている。こうした構成員の国籍の多様性は、最終的なスクリーニング結果において学派による解釈の違いの収斂が起こっていることを意味する。この点は、各個別の会社の考え方のみでスクリーニングが行われる ESG 投資との間において好対照をなす枠組みと言えるだろう。

より根源的な点に言及すれば、シャリヤという共通の知識体系・価値体系に関する判断であるため、ESG に比べ、共通した解釈に着地しやすいという面もある。とはいえ、E であれ S であれ G であれ、とりわけ SDGs によりグローバルに共通した価値観が示されている中であって、そこまで判断にバラツキがあるということは、評価機関業界の大きな課題と

して認識されなければなるまい。

④形式的なチェックにとどまり、高いスコアを得た企業にてその後不祥事が発覚するケースが目立つ

まず、イスラム金融において、本質的な部分で、シャリア適格と認められたものが事後的にシャリア不適格だったというケースは報告されていない。もちろん、例えば日本の吉野家に関する株価指数スクリーニングにおいて、通常では問題なくシャリア適格とされているが、過去に実際にあったように、狂牛病の発生により事後的に牛丼ではなく豚丼をメニューの中心とするようになった場合には、イスラム株価指数から除外されることとなろう。しかし、こうしたケースは企業側の変更に伴うものであり、スクリーニング時点で評価者側に問題があるからではない。

一方で ESG 評価においては、ドイツのワイヤーカード社が高い ESG 評価を受けながら不正会計で経営破綻したケースや、同じく高い評価を得ていた日本企業で大規模な不祥事が発覚したケースなど、その評価能力に疑問が呈されているのも事実である。この点についても、ESG 投資とイスラム金融との間で大きな隔たりがあると評価してよいだろう。

(2)ESG のスクリーニング上の課題に関する小括

上述したように、「スクリーニングを経た上で実施される金融」という意味では類似性があるものの、そのスクリーニングのプラクティスや結果、評価機関の業界構造などにおいて、ESG 投資とイスラム金融との間には違いがあることが確認された。

むしろ、これらの比較作業を通じて大きなコントラストが論点として浮かび上がった。両者における、それぞれの評価機関の評価能力の違いである。イスラム金融の場合、評価を担うのは、上述のとおり相当な訓練を通じて育成されたシャリア学者であった。シャリア専門家としての幼少から長期間に亘る学習、現代の高度に発達した金融に関する知識の習得、最近ではフィンテックや暗号通貨に関する理解も含めて、広範な知識と深い洞察が要求される。彼らが下す判断の結果として見解が分かれることはあっても、ここに彼らの判断能力を疑う余地はない。それこそ、そのような“スクリーニング・プロセス”を経て、その職に就いているからである。

一方、ESG 投資においては、図表 2 でみたように幾つかの業態がみられるが、彼らは企業評価やその数的把握と処理、運用機関との関係といった面では優れていても、決して E や S や G の有識者ではない。このため、指数化・レーティング化やその運用機関向け提供に強みを有するという事情から生じたのが現在の ESG 評価なのであって、数多の情報をもと

により高度な付加価値を持つ情報（＝ESG スコア）が得られている訳ではないとみることもできるだろう。もちろん、部分的に一定の専門家の知見を活用している面はあるが、やはりブームに乗じた跋扈との印象は否めない。こうした状況に対し、規制により一定の質を維持しようとする努力や「ESG 評価機関に関する評価」などの動き、人工知能（AI）の活用による実効性・正確性の向上を期待する向きもあるが、良質の ESG 評価情報のみが残る状況にまで有象無象の業者が淘汰されるには、相当の時間がかかるものとみられる。

4. 株価パフォーマンスの比較を通じた検証

(1) 株価指数を比較の対象とする背景

前節で述べたような ESG 評価の現状と課題を踏まえつつ、本研究の一つの要諦であった株価パフォーマンスの両者間の比較をする上で、その対象とする細分化された分野を絞っておきたい。結論から言えば、それぞれの株価指数を用いた比較が適切であると考えられる。

「イスラム金融」という語は総称としての性格が強い。具体的な商品レベルに言及すれば、イスラム住宅ローン、イスラム預金、イスラム保険、イスラム株価指数、イスラム債券、イスラム不動産投資ファンド、イスラミック・デリバティブなど、極めて広範な商品が既に提供されている（吉田 2017）。このうち、本稿で実施する ESG 投資との比較のためには、スクリーニングの過程や数量的な扱いのしやすさ、データのアベイラビリティ等の観点から株価指数が適切と言える。

ESG 投資も、総称として捉えるべきかもしれないが、上述したような投資対象としては、株価指数、債券、ローン、不動産投資等（関連するファンドを含む）に限られよう。しばしば、ESG 投資の類型に際して GSIA [2020] による分類が用いられる。すなわち ESG インテグレーション（投資評価に ESG の側面を組み入れること）、企業エンゲージメントと株主行動（株主が企業に ESG 活動を促すこと）、基準スクリーニング、ネガティブ・スクリーニング、ポジティブ・スクリーニング（相対的にベストなものを含む）、テーマ投資、インパクト投資といったものである。ESG 株価指数が上記のいずれかに直接あてはまる訳ではないが、ESG 株価指数の作成に際しては、ESG スコアを算定し一定以上のスコアを有するものが指数に組み入れられる形態が一般に採用される。その意味では、上述の「ポジティブ・スクリーニング」に含まれるとも考えられるほか、投資パフォーマンスも勘案しながら投資を行うという観点では ESG インテグレーションとも捉えられる。前段のイスラム株価指数の部分でも言及したように、スクリーニングの過程や数量的な扱いのしやすさ、データのアベイラビリティ等の観点で、ESG 株価指数は共通した適切性を有していると考えられる。

(2) 株価指数による両者の比較

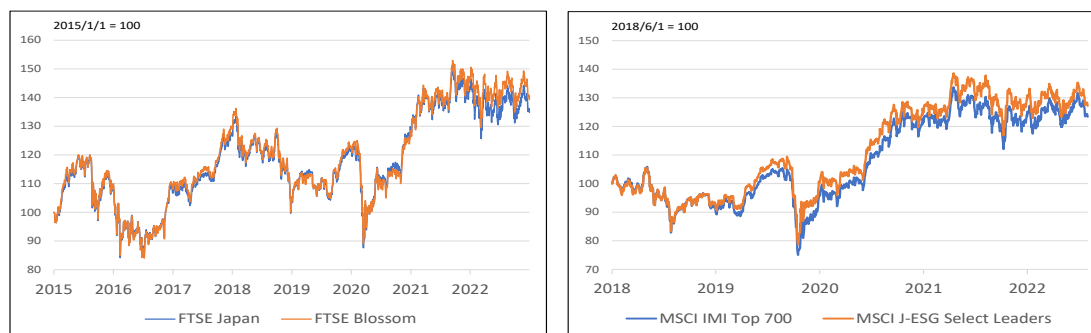
両者の計量比較を行う上で、ESG 投資・イスラム金融のいずれにおいてもしばしば用いられる大手指数提供会社が作成した株価指数を用いる。ここでは、イメージのしやすさの観点も含めていずれも日本株を対象とする。比較の対象として採用する株価指数は以下の4つである。それぞれの分野から2つずつとしたが、1つだった場合に（分野の特徴ではなく）個別の指数に固有な要因を簡易に排除し客観性を高めるためである。図表3：分析の対象とする株価指数

分野	名称	親指数	対象期間(日次)
ESG 投資	FTSE Blossom Japan 指数	FTSE Japan 指数	2015/1～2022/12
ESG 投資	MSCI Japan セレクトリーダーズ	MSCI Japan IMI Top 700	2018/6～2022/12
イスラム金融	S&P Japan Shariah 500 指数	S&P Japan 500 指数	2015/1～2022/12
イスラム金融	FTSE Japan Shariah 指数	FTSE Japan 指数	2015/1～2022/12

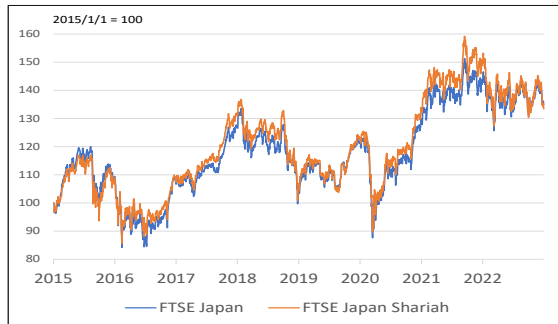
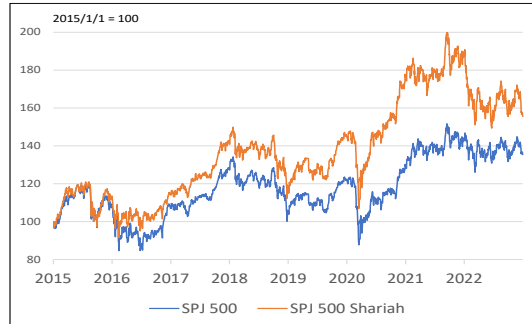
各株価指数につき、起点を 100 として指数化すると次のとおりとなり、とりわけ変化の方向性においては親指数（ESG やイスラムの株価指数として銘柄を選別する前の母集団で構成されたもともとの指数）との間に強い関連が見られる。

図表 4：各株価指数の動き

(1) ESG 株価指数



(2) イスラム株価指数

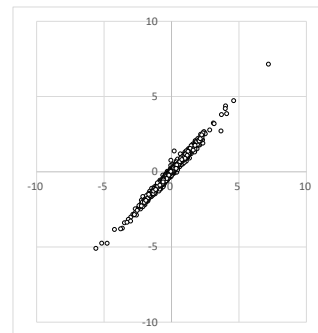
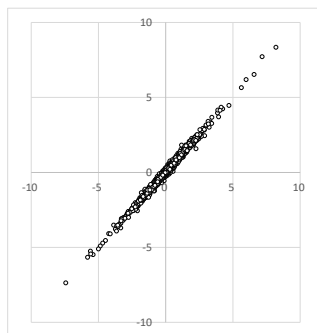


(出所) Bloomberg

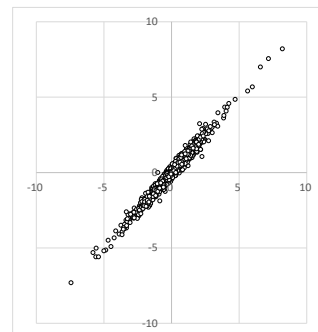
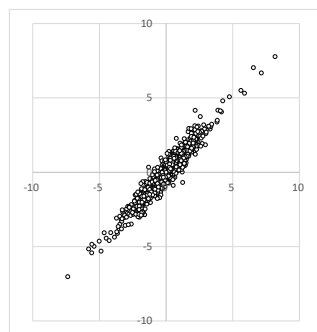
これを各指数と親指数との変化率でみると、次の散布図が得られる。とりわけ ESG においてより強めの相関が窺われる。

図表 5：各株価指数の日次変化率（親指数の日次変化率との関係）

(1) ESG 株価指数[縦軸:ESG, 横軸:親指数] (左:FTSE、右:MSCI)



(2) イスラム株価指数[縦軸:イスラム, 横軸:親指数] (左:S&P、右:FTSE)



(出所) Bloomberg

こうした様子を、各指数とそれらの親指数との相関係数でみると（図表 6）、確かに ESG

株価指数の方が高い値を示しているが、だからと言って一般論として ESG 株価指数の方がイスラム株価指数よりも相関が高い、それゆえ各テーマの性格が弱く一般指数との違いを示しきれてない、といったことは言いにくいだろう。局面や対象期間、用いる指数によってこうした値は容易に変化することが想像されるからである。

図表 6：各株価指数の親指数との相関係数

FTSE Blossom	MSCI ESG	S & P Shariah	FTSE Shariah
0.9960	0.9939	0.9254	0.9908

こうした高い相関が生じる背景には、多くの大型銘柄が高い ESG スコアを有している、すなわち大手企業が ESG 活動を積極的にやっているという面も大きく影響していよう。というのも、イスラム株価指数が概ね親指数の半分程度の銘柄数であるのに対し、ESG 指数については、FTSE Blossom Japan が親指数 513 銘柄中 152 銘柄、MSCI ジャパンセレクトリーダーズ指数が親指数約 700 銘柄中 268 銘柄とやや少なめであるのに、相関係数が高いからである。

いずれにせよ、イスラム株価指数であれ ESG 株価指数であれ、それぞれが親指数と独立の動きをする訳ではなく、大半は親指数と同様の銘柄構成であるため、パフォーマンス自体に大きな差は出にくいと評価するのが適切だろう。

一方、本稿では十分に取り上げなかったが、それぞれの金融分野が企業行動に与えたインパクトという観点では、ESG 投資が大きく企業の事業や開示を変えた一方で、イスラム投資により多くの企業がイスラム的な企業活動を選好するようになったということはほぼないと言えるため、両者の間には大きなコントラストがある。本研究では、結果としてスクリーニング・プロセスの違いに大きな時間と労力を割くこととなったため、両者が企業行動に与えた観点については今後の研究課題としたい。

5. 総括と今後の研究への示唆

以上みてきたように、ESG 投資とイスラム金融にはいずれもスクリーニングのプロセスがあり、表面的には「社会的価値の実現に向けたスクリーニングを経た上で金融商品として提供される」という点で類似している。しかしながら、イスラム投資におけるスクリーニングが概ね統一的であるのに対し、ESG 投資においてはそのスクリーニング結果に大きなバラツキがあるなどの点で、両者の違いが浮き彫りになった。一方で、株価指数の分析を通じて、いずれの金融においても、親指数との間にパフォーマンスの大きな違いはみられなかつ

た。

スクリーニング・プロセスに違いがあるからと言って、例えば現状バラツキがある ESG 投資のスクリーニング・プロセスをイスラム型にすることは現実的でないだろう。とはいえ、例えば ESG 投資を選好・志向する投資家としては、そうした各社の違い等も十分に認識しつつ投資に従事すべきなのかもしれない。そして、例えば本稿で指摘した、ESG 投資のスクリーニングにおいてスコア等を算出する主体は、E や S や G の専門家では決してないことも踏まえると、それぞれの分野での専門性を高める（高い専門性を有するよう要求する）声も高まってくる可能性がある。また、例えばより客観性の高い、複数の業者のスコアや手法等を織り交ぜながら銘柄選定をする手法なども生まれてくるかもしれない。いずれにせよ、こうした格好で、（必ずしもイスラムのスクリーニング・プロセスを理想としなくとも）ESG スクリーニングの実効性を高めるような方向が期待されるところである。

もちろん、株価指数ではなく、別の金融商品を見れば異なる結果も得られる可能性はあるが、そうした点については、今回の研究成果をベースとしながら、今後の研究課題としたい。

以 上

(参考文献)

[和文]

池田裕樹、小川佳也 (2019)「ESG 投資の最近の潮流」日銀レビュー 2019-J-5

加藤康之(編著) (2019)「ESG 投資の研究：理論と実践の最前線」一灯舎

北村歳治、吉田悦章 (2008)「現代のイスラム金融」日経 BP

根本直子 (2021)「ESG 投資を巡る課題」財務省財務総合政策研究所講演会資料 (令和 3 年 6 月 22 日)

みずほ第一フィナンシャルテクノロジー (2023)「『投資における ESG 及び SDGs の考慮に係る俯瞰研究』に関する報告書」

湯山智教編著 (2020)「ESG 投資とパフォーマンス : SDGs・持続可能な社会に向けた投資はどうあるべきか」一般社団法人金融財政事情研究会

吉田悦章 (2017)「グローバル・イスラム金融論」ナカニシヤ出版

[英文]

CHATTERJI, A. K., DURAND, R., LEVINE, D. I., & TOUBOUL, S. (2016). “DO RATINGS OF FIRMS CONVERGE? IMPLICATIONS FOR MANAGERS, INVESTORS AND STRATEGY RESEARCHERS”. Strategic Management Journal, 37(8), pp.1597–1614

Dorfleitner, G., Halbritter, G and Nguyen, M. (2015) “Measuring the level and risk of corporate responsibility - An empirical comparison of different ESG rating approaches”, Journal of Asset Management 16, pp. 450-466

Global Sustainable Investment Alliance (GSIA), (2020) “Global Sustainable Investment Review 2020”

Howard, A. (2016) “Painting by Numbers – the Difficulties of Measuring Sustainability”, Professional Investors, Expert Magazine, Schroders.

Semenova, N. and Hassel. L. G. (2015) "On the Validity of Environmental Performance Metrics", *Journal of Business Ethics*, vol. 132, issue 2, pp.249-258