

コロナ禍の欧州株式アクティブESGファンド

～ESMAワーキング・ペーパーの考察～

吉川 真裕

環境I (E)・社会(S)・企業統治(G)に配慮した投資がヨーロッパを中心として拡大しているが、ESG投資のパフォーマンスについての実証分析の結果はまちまちであり、定説があるとは言い難い。二〇二四年二月一五日に欧州証券市場監督局(ESMA)はEUにおけるコロナ禍の株式アクティブESGファンドのパフォーマンスと資金流出入に関する実証分析を公表した。⁽¹⁾ 本稿ではこの分析結果を紹介し、ESGファンドの実態について考察する。

ESG投資のパフォーマンスが非ESG投資のパフォーマンスを継続的に上回るとすれば超過収益を上げることになり、ファイナンス理論(CAPM)と矛盾することになる。もちろん、小型株効果やバリューストック効果といったファイナンス理論に反するアノマリーも知られており、ESG投資が新たなアノマリーとなるのかどうかは興味深い。ESG投資の歴史は浅く、これまでのところ、小型株効果やバリューストック効果ほどデータに基づいた実証結果が蓄積されているわけではない。以下で紹介するESMAの分析結果はESG投資の実態を理解する上で参考になる興味深いものと考えられる。

1 分析対象

ESMAによるワーキング・ペーパーの分析対象は二〇二〇年二月一九日から六月三〇日までに欧州連合（EU）に登録されていた株式ファンドのうち株価指数に連動するインデックス・ファンドを除いたアクティブ・ファンドである。確認された三六五九本の株式アクティブ・ファンドのうちデータの問題等からイギリスを除くEU二七カ国で登録された二五八一本のファンドが分析対象であり、株式アクティブ・ファンド市場の四〇％弱を占めるという。この二五八一本のファンドのうちESGファンドは三四五本（一三％）、非ESGファンドは一四九九本（五八％）、明記のないファンドは七三七本（二九％）であり、モーニングスターが保有資産から分類した五段階のサステナビリティ格付けでは格付け1が一八二本（七％）、格付け2が四八〇本（一九％）、格付け3が八九五本（三五％）、格付け4が六四三本（二五％）、格付け5が三二三本（一二％）、格付けなしが六八本（三％）であった（図表1）。全ファンドと非ESGファンドでは格付け3・格付け4・格付け2の順で多いのに対してESGファンドでは格付け4・格付け5・格付け3の順であり、ESGファンドは格付けが高い傾向にあることがわかる。

また、これら二五八一本のファンドのうち一〇〇本は特定のESG基準に見合わないセクターや企業をポートフォリオから排除するエクスクルージションという投資手法を用いており、ESGファンドは一五本（一五％）、非ESGファンドは八四本（八四％）、明記のないファンドは一本（一％）であり、モーニングスターが保有資産から分類した五段階のサステナビリティ格付けでは格付け1が一本（一％）、格付け2が四本（一四％）、格付け3が四一本（四一％）、格付け4が三一本（三一％）、格付け5が八本（八％）、格付けなしが五本（五％）であった（図表2）。

図表1 ESGフラグとサステナビリティ格付け1

Table 1
Number of funds according to the ESG flag and sustainability rating

		Sustainability rating						Total
		1	2	3	4	5	NA	
ESG flag	Non-ESG	117	313	547	314	147	61	1,499
	ESG	2	24	87	132	93	7	345
	NA	63	143	261	197	73	0	737
	Total	182	480	895	643	313	68	2,581

Note: Number of funds according to the ESG flag and sustainability rating.
Sources: Morningstar Direct, ESMA.

図表2 ESGフラグとサステナビリティ格付け2

Table 2
Number of funds employing exclusions

		Sustainability rating						Total
		1	2	3	4	5	NA	
ESG flag	Non-ESG	1	12	37	25	5	4	84
	ESG	0	2	4	6	2	1	15
	NA	0	0	0	0	1	0	1
	Total	1	14	41	31	8	5	100

Note: Number of funds employing exclusions according to the ESG flag and sustainability rating.
Sources: Morningstar Direct, ESMA.

2 ESGファンドのパフォーマンス

分析対象機関である二〇二〇年二月一九日から六月三〇日までをストレス期（二月一九日から三月三一日）・回復期（四月一日から五月一九日）・安定期（五月二〇日から六月三〇日）に分け、全期間と各機関で、サイズ（純資産の対数値）・二〇一九年末のパフォーマンス格付け・コスト（月間信託報酬）・エイジ（存続期間）・セクター（二〇業種ダミー）のコントロール変数を加えて、①ESGダミー、②エクスクルージョン・ダミー、③高格付けダミー（格付け4と格付け5）、④ESGと高格付けの交差項ダミーの値を調べた結果、以下のような分析結果が得られた（図表3）。

ESGダミーは高格付けダミーがなければ全期間とストレス期で統計的に1%水準で有意であったが、高格付けダミーを加えればストレス期にのみ1%有意であった。

これに対して、高格付けダミーはESGダミーがなければ全期間と回復期で5%有意、ストレス期と安定期で1%有意であったが、回復期と安定期の符号はマイナスであり、ストレス期にはプラスの効果がある一方、回復期と安定期にはマイナスの効果が確認された。また、ESGダミーを加えても全期間で5%有意、ストレス期と安定期で1%有意であったが、回復期の符号はマイナスであった。

ESGと高格付けの交差項ダミーはいずれの期間でも統計的に有意ではなかった。

エクスクルージョン・ダミーもいずれの期間でも統計的に有意ではなかった。

これらの結果からESGダミーだけを見てESGファンドのパフォーマンスを評価することには問題があること、ストレス期とその他の期間ではパフォーマンスに及ぼす影響が異なること、エクスクルージョンは分析期間においては説明力を持たないことが明らかになった。

3 ESGファンドの資金流出

パフォーマンス分析と同様に分析対象機関である二〇二〇年二月一九日から六月三〇日までをストレス期（二月一九日から三月三十一日）・回復期（四月一日から五月一九日）・安定期（五月二〇日から六月三〇日）に分け、全期間と各機関で、サイズ（純資産の対数値）・二〇一九年末のパフォーマンス格付け・コスト（月間信託報酬）・エイジ（存続期間）・セクター（一〇業種ダミー）のコントロール変数を加えて、①ESGダミー、②エクスクルージョン・ダミー、③高格付けダミー（格付け4と格付け5）、④ESGと高格付けの交差項ダミーの値を調べた結果、以下のような分析結果が得られた（図表4）。

ESGダミーは高格付けダミーがなければ全期間とストレス期で1%有意、安定期で5%有意であったが、高格付けダミーを加えれば全期間で5%有意、ストレス期で1%有意であった。

これに対して、高格付けダミーはESGダミーがなければストレス期で10%有意、安定期で5%有意であったが、ESGダミーを加えればいずれの期間でも統計的に有意ではなかった。

ESGと高格付けの交差項ダミーはいずれの期間でも統計的に有意ではなかった。

エクスクルージョン・ダミーもいずれの期間でも統計的に有意ではなかった。

これらの結果を見ると、パフォーマンスとは異なって資金流出入ではESGダミーの説明力が高格付けダミーの説明力を大幅に上回っていたこと、パフォーマンスでは高格付けダミーの回復期と安定期にマイナスで有意という結果が見られたが、資金流出入ではそのような結果は見られなかったこと、エクスクルージョンは分析期間においては説明力を持たないことが明らかになった。

図表 3 ESGファクトルのパワースタンス分析

Table 5
Regression results with compound net returns as dependent variable

	<i>(Panel a)</i>							
	Whole period				Stress period			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
ESG	0.005*** (0.002)			0.001 (0.005)	0.007*** (0.002)			0.013*** (0.004)
Empl excl		0.003 (0.004)						
High-rated			0.005** (0.002)	0.007** (0.003)				0.010*** (0.002)
ESG high-rated				0.001 (0.001)				-0.008 (0.005)
Size	0.003*** (0.001)	0.007*** (0.002)	0.003*** (0.001)	0.003*** (0.001)	0.006*** (0.001)	0.011*** (0.003)	0.006*** (0.001)	0.006*** (0.001)
Star rating = 5	0.048*** (0.007)	0.030*** (0.008)	0.048*** (0.007)	0.045*** (0.008)	0.032*** (0.007)	0.010 (0.011)	0.029*** (0.007)	0.027*** (0.008)
Costs	0.007*** (0.002)	0.010 (0.007)	0.007*** (0.002)	0.0060*** (0.002)	0.010*** (0.002)	0.012* (0.006)	0.009*** (0.002)	0.009*** (0.003)
Age	-0.000 (0.000)	-0.000 (0.001)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	-0.001*** (0.000)	-0.002 (0.001)	-0.001*** (0.000)	-0.001*** (0.000)
Sectors								
	Significant sectors: Energy, Consumer				Significant sectors: Materials, Financial,			
	Defensive, Financial, Healthcare				Industria, Technology			
Constant	-0.243*** (0.019)	-0.328*** (0.041)	-0.229*** (0.025)	-0.217*** (0.025)	-0.325*** (0.021)	-0.412*** (0.067)	-0.284*** (0.026)	-0.285*** (0.032)
Obs	137,464	15,318	118,657	85,387	46,615	5,158	40,445	29,106
R²	0.21	0.30	0.22	0.20	0.06	0.10	0.06	0.06

		<i>(Panel b)</i>							
		Recovery				Stabilisation			
		(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
ESG		-0.001			-0.003	0.000			0.005
		(0.001)			(0.005)	(0.001)			(0.003)
Empl excl			0.002				0.001		
			(0.004)				(0.003)		
High-rated				-0.004**	-0.003			-0.004***	-0.004***
				(0.002)	(0.003)			(0.001)	(0.001)
ESG high-rated					0.002				-0.004
					(0.005)				(0.003)
Size		0.001***	0.002*	0.001***	0.001*	-0.000	0.000	0.000	0.000
		(0.000)	(0.001)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.001)	(0.000)	(0.000)
Star rating = 5		0.012***	0.023***	0.015***	0.015***	-0.002	-0.011*	-0.002	-0.001
		(0.003)	(0.005)	(0.003)	(0.003)	(0.003)	(0.005)	(0.003)	(0.003)
Costs		-0.001	0.007*	-0.001	-0.002	-0.000	-0.004	0.000	0.000
		(0.001)	(0.004)	(0.000)	(0.002)	(0.001)	(0.004)	(0.001)	(0.001)
Age		0.000	-0.001*	-0.000	-0.000	0.000	0.001	0.000	0.000
		(0.000)	(0.001)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)
Sectors									
			Significant: Materials, Comm, Consumer cycl, Energy, Healthcare, Technology				Significant: Consumer cycl, Healthcare, Industrial		
Constant		0.003	0.048*	0.005	-0.001	-0.013	-0.017	-0.017*	-0.021**
		(0.011)	(0.028)	(0.020)	(0.024)	(0.009)	(0.024)	(0.010)	(0.010)
Obs		47,367	5,355	40,511	29,327	43,482	4,805	37,701	26,954
R²		0.28	0.33	0.29	0.29	0.37	0.46	0.35	0.36

Note: ESG is a dummy equals to 1 if a fund is classified as ESG; Empl excl is a dummy equals to 1 if a fund employs exclusions; High-rated is a dummy equals to 1 if a fund is granted with 5 globes and equals to 0 if a fund is categorised as having 1 globe; ESG high-rated includes both the effect of being ESG and being granted with 4 or 5 globes and the interactions between the two; Size is the logarithm of net asset value; Star rating=5 represents the fund's risk adjusted return relative to similar funds at the end of 2019; Costs is the fund's TER; Age is the difference between the actual date and fund's launch date. Sectors report the sectors that show the highest correlation with performance.

The Morningstar Category variables, the sectoral exposures, and the performance ratings lower than five are hidden from the results. The standard errors are clustered on the Morningstar Category. Significance levels are reported as follows: (0.01 (***), 0.05 (**), 0.1(*)).

Sources: Morningstar Direct, Refinitiv Lipper, ESMA.

図表 4 ESGファンドの資金流入分析

Table 6 Regression results with cumulative flows as dependent variable

	<i>(Panel a)</i>							
	Whole period				Stress period			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
ESG	0.029*** (0.008)			0.060** (0.029)	0.023*** (0.007)			0.026*** (0.008)
Empl excl		-0.006 (0.019)						
High-rated			0.011 (0.008)	0.016 (0.010)			0.008* (0.005)	0.007 (0.006)
ESG high-rated				-0.043 (0.033)				-0.011 (0.011)
Size	0.010*** (0.003)	0.010 (0.009)	0.014*** (0.003)	0.013*** (0.004)	0.005** (0.002)	0.003 (0.004)	0.008*** (0.003)	0.008** (0.003)
Star rating = 5	0.071*** (0.021)	0.084** (0.031)	0.065*** (0.022)	0.070** (0.027)	0.038** (0.015)	0.049** (0.021)	0.035** (0.014)	0.041** (0.019)
Costs	0.019** (0.009)	0.039* (0.023)	0.024** (0.010)	0.024* (0.013)	0.007 (0.007)	0.032*** (0.010)	0.009 (0.007)	0.013 (0.009)
Age	-0.005*** (0.001)	-0.006*** (0.003)	-0.006*** (0.001)	-0.006*** (0.002)	-0.002** (0.001)	-0.003** (0.002)	-0.003*** (0.001)	-0.004*** (0.001)
2019 return	0.213*** (0.055)	-0.133 (0.194)	0.281*** (0.075)	0.278*** (0.085)	0.103*** (0.032)	-0.053 (0.090)	0.128*** (0.047)	0.120** (0.051)
Constant	-0.201*** (0.075)	-0.451*** (0.151)	-0.295*** (0.107)	-0.300** (0.123)	-0.131** (0.056)	-0.060 (0.078)	-0.179** (0.073)	-0.221** (0.089)
Obs	134,895	15,078	116,621	84,052	46,296	5,091	39,868	28,709
R²	0.12	0.33	0.13	0.15	0.09	0.24	0.10	0.12

	<i>(Panel b)</i>							
	Recovery				Stabilisation			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
ESG	0.003 (0.006)			0.007 (0.008)	0.010** (0.005)			0.010 (0.014)
Empl excl		0.008 (0.015)				0.006 (0.011)		
High-rated			-0.001 (0.006)	0.003 (0.009)			0.007** (0.003)	0.006 (0.004)
ESG high-rated				-0.008 (0.013)			-0.006 (0.015)	
Size	0.005** (0.002)	0.006 (0.004)	0.004* (0.002)	0.005* (0.003)	0.003** (0.001)	0.015** (0.007)	0.001 (0.001)	0.002 (0.002)
	0.016 (0.010)	0.018 (0.024)	0.005 (0.011)	0.005 (0.013)	0.028*** (0.007)	0.023 (0.022)	0.016** (0.007)	0.029*** (0.009)
Star rating = 5				0.012** (0.013)	0.011*** (0.007)	0.015 (0.022)	0.009** (0.007)	0.012*** (0.009)
Costs	0.015*** (0.005)	0.010 (0.016)	0.012*** (0.004)	0.012** (0.005)	0.011*** (0.003)	0.015 (0.013)	0.009** (0.004)	0.012*** (0.004)
	-0.001*** (0.001)	-0.004** (0.002)	-0.001** (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.003 (0.003)	-0.000 (0.001)	0.000 (0.001)
Age				0.061 (0.038)	0.042 (0.028)	0.204 (0.156)	0.116*** (0.034)	0.077* (0.040)
2019 return	0.047 (0.031)	-0.068 (0.099)	0.109*** (0.034)	0.061 (0.038)	0.042 (0.028)	0.204 (0.156)	0.116*** (0.034)	0.077* (0.040)
Constant	-0.072 (0.054)	-0.431*** (0.073)	-0.060 (0.059)	-0.040 (0.068)	-0.020 (0.025)	-0.291 (0.201)	0.016 (0.040)	0.010 (0.050)
Obs	46,216	5,173	39,580	28,749	42,269	4,707	36,828	26,252
R²	0.12	0.29	0.13	0.15	0.09	0.32	0.11	0.12

Note: Funds flows higher than the 99th percentile have been removed from the sample. ESG is a dummy equals to 1 if a fund is classified as ESG. Empl excl is a dummy equals to 1 if a fund employs exclusions; High-rated is a dummy equals to 1 if a fund is granted with 4 or 5 globes and equals to 0 if a fund is categorised as having 1 or 2 globes; ESG high-rated includes both the effect of being ESG and being granted with 4 or 5 globes and the interactions between the two. Size is the logarithm of net asset value. Star rating=5 represents the funds risk adjusted return relative to similar funds at the end of 2019; Costs is the funds TER; Age is the difference between the actual date and fund's launch date; 2019 returns is fund's net return in 2019. The Morningstar category variables, the performance ratings lower than five are hidden from the results. The standard errors are clustered on the Morningstar Category. Significance levels are reported as follows: (0.01 (***) , 0.05 (**), 0.1 (*)). Sources: Morningstar, Lipper, ESMA.

4 分析結果のインプリケーション

ESMAのワーキング・ペーパーはESGダミーに高格付けダミーを加えたことでESGファンドの高パフォーマンスはESGファンドであることよりもサステナビリティ格付けの高い資産を保有していることである可能性を明らかにした。また、ストレス期・回復期・安定期に分けて分析したことでストレス期の影響が大きいことを明らかにした。さらに、パフォーマンスと資金流入が必ずしも一致していないことを明らかにした。ESMAのワーキング・ペーパーはコロナ禍という特殊な時期を分析したものであるが、ESGファンドの特徴を考える上で貴重なヒントを与えてくれるものではないかと考えられる。

ところで、ESMAのワーキング・ペーパーでは触れられていないが、コントロール変数のサイズ（純資産の対数値）がパフォーマンスでも資金流入でも1%有意であったことはどのように考えるべきであろうか。大きなファンドほどパフォーマンスが良く、大きなファンドほど資金流入が相対的に大きいことは小型株のパフォーマンスが高いというよく知られたアノマリーとは正反対である。これはショック時に限ったことであるのか、ファンドに限ったことであるのか、今後の検討課題としたい。

注

- (1) Tania de Renzis and Natacha Mosson, "ESG funds during the 2020 COVID19 market turmoil: performance and flows," 15 February 2024, ESMA Working Paper No. 2, 2024, ESMA50-524821-3127 (https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2024/02/ESMA50-524821-3127_Working_Paper_ESG_fund_during_the_2020_COVID-19_market_turmoil.pdf).

(よしかわ まさひろ・客員研究員)