



日本株月次レポート | 9月

## ヘッジファンド・マネージャーにはナンセンスなESG投資



中塚 浩二  
株式, 日本CIO

サラリーマンながらかつて長者番付で1位となったタワー投資顧問の元ヘッジファンドマネージャー・清原達郎氏の著書『わが投資術 市場は誰に微笑むか』が好評です。

浮き沈みの大きいヘッジファンドで多くの失敗を経験しながらもそれらを乗り越え、長期にわたり卓越した成績を残されてきた経験を率直に振り返った痛快的読み応えの話題作です。

当社含めたロングオンリー（買いポジションのみの戦略）の機関投資家からみても、運用戦術に関しては共感できる点は多いと思います。しかしESGに対する取り組みに関しては、ヘッジファンドとの大きな違いを感じます。

清原氏は、ESG投資は「まったくナンセンス」と断言し、「そもそも環境のEやソーシャルのSの問題に投資顧問会社が口をはさむべきなのでしょうか？とくにEについては複雑すぎてとてもポートフォリオマネージャーに結論が出せる問題だとは思えないのですが。」「パフォーマンスの悪いアクティブ運用のマネージャーがクビにならないためにESG投資にしがみついているように私にはみえます。彼らは複雑な環境問題を理解するほどの頭はありません。優秀なマネージャーは普通の投資で好パフォーマンスをあげるのでESG投資などやる必要はありません」（注1）とのご認識のようです。

まず、EとSは運用会社が関わるべき課題か？と清原氏は指摘しています。当社含め多くの機関投資家はスチュワードシップコードに賛同しており、サステナビリティ（ESG要素を含む中長期的な持続可能性）を考慮し、投資先企業との対話（エンゲージメント）が求められています。つまり顧客から資金を預かり運用することを生業とする上では、**受託者責任の中にすでにESGを考慮することが内在している**と考えます。

また、**複雑すぎて外部から結論がだせる問題ではない**とも述べています。機関投資家は資産運用のプロであるので、EやSに関してこの指摘は理解できます。当社は外部の存在である投

資家が特定企業のEとSに直接的に働きかけて課題解決ができるとは考えていません。まずは、社内での課題認識、解決に向けた道筋、その解決方法の実践と評価、あらたな課題の洗い出し、というPDCAサイクルが機能する仕組みが確立されているか確認することを重視しています。特に、外部のステークホルダーの視点をもちながら取締役会で意見を述べる機会のある**社外取締役の活躍に期待**しています。私たちは、機関投資家と社外取締役の方々との対話は非常に有用と考えその機会を提案しています。こうして**ガバナンスの自浄作用**が機能していることを確認することが重要と考えます。

そして清原氏は、**経済的リターンが重要でESG投資は不要**、と述べています。平時にはESGと株価パフォーマンスの関連を説明することが難しいことは事実です。しかし、経営環境の急速な悪化や企業特有の問題などで株価が急落したときに、つまり有事の際、常日頃からESGを経由した資本市場との信頼関係を構築していることはその後の株価形成にも影響を与えたと考えます。**非財務面も含めて経営哲学と企業文化が伝わるコミュニケーションをとっている企業には、長期投資をしたい**と考える投資家が増え、その結果何らかの理由で株価が急落しても、それを買いの機会と判断できるからです。その結果、**資本コストが下がり、長期的な経済的リターンに結び付くもの**と思います。

経済学者の武田晴人氏が「もしその企業の生産活動が社会の維持可能性に脅威になっているとすれば、それは認められるものではありません。より望ましい社会への歩みに貢献する範囲内でのみ、企業の収益性の追求が受け入れられるに過ぎないのです。」（注2）と指摘するように、**ESGの本質は「経済の外部性」**であるといわれます。

企業の外部性を指摘し対話を続けることは当該企業の価値向上につながるだけでなく、**資産運用会社がみずからの「外部性」を認識している**のであれば、それは機関投資家の責務と考えます。

注1: 下線部引用「わが投資術 市場は誰に微笑むか」清原達郎著, KODANSHA, 2024, P282

注2: 下線部引用「脱成長神話」武田晴人著, 朝日新書, 2014, P109

\* 当資料及びコメントはあくまでも参考として情報を提供しており、第三者等への配布物用では無い旨ご留意ください。

#### 【ご留意事項】

- 本資料は、アリアンツ・グローバル・インベスターズまたはグループ会社（以下、当社）が作成したものです。
- 特定の金融商品等の推奨や勧誘を行うものではありません。
- 内容には正確を期していますが、当社がその正確性・完全性を保証するものではありません。
- 本資料に記載されている個別の有価証券、銘柄、企業名等については、あくまでも参考として申し述べたものであり、特定の金融商品等の売買を推奨するものではありません。
- 過去の運用実績やシミュレーション結果は、将来の運用成果等を保証するものではありません。
- 本資料には将来の見通し等に関する記述が含まれている場合がありますが、それらは資料作成時における当社の見解または信頼できると判断した情報に基づくものであり、将来の動向や運用成果等を保証するものではありません。
- 本資料に記載されている内容・見解は、特に記載のない場合は本資料作成時点のものであり、既に変更されている場合があります。また、予告なく変更される場合があります。
- 投資にはリスクが伴います。投資対象資産の価格変動等により投資元本を割り込む場合があります。
- 最終的な投資の意思決定は、商品説明資料等をよくお読みの上、お客様ご自身の判断と責任において行ってください。
- 本資料の一部または全部について、当社の事前の承諾なく、使用、複製、転用、配布及び第三者に開示する等の行為はご遠慮ください。
- 当社が提案する戦略および運用スキームは、グループ会社全体の運用機能を統合したものであるため、お客様の意向その他のお客様の情報をグループ会社と共有する場合があります。
- 本資料に記載されている運用戦略の一部は、実際にお客様にご提供するにあたり相当程度の時間を要する場合があります。

#### 対価とリスクについて

##### 1. 対価の概要について

当社の提供する投資顧問契約および投資一任契約に係るサービスに対する報酬は、最終的にお客様との個別協議に基づき決定いたします。これらの報酬につきましては、契約締結前交付書面等でご確認ください。投資一任契約に係る報酬以外に有価証券等の売買委託手数料、信託事務の諸費用、投資対象資産が外国で保管される場合はその費用、その他の投資一任契約に伴う投資の実行・ポートフォリオの維持のため発生する費用はお客様の負担となりますが、これらはお客様が資産の保管をご契約されている機関(信託銀行等)を通じてご負担頂くことになり、当社にお支払い頂くものではありません。これらの報酬その他の対価の合計額については、お客様が資産の保管をご契約されている機関（信託銀行等）が決定するものであるため、また、契約資産額・保有期間・運用状況等により異なりますので、表示することはできません。

##### 2. リスクの概要について

投資顧問契約に基づき助言する資産又は投資一任契約に基づき投資を行う資産の種類は、お客様と協議の上決定させていただきますが、対象とする金融商品及び金融派生商品（デリバティブ取引等）は、金利、通貨の価格、発行体の業績・財務状況等の変動、経済・政治情勢の影響を受けます。従って、投資顧問契約又は投資一任契約の対象とさせて頂くお客様の資産において、元本欠損を生じるおそれがあります。ご契約の際は、事前に必ず契約締結前交付書面等をご覧ください。

アリアンツ・グローバル・インベスターズ・ジャパン株式会社  
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第424号  
一般社団法人日本投資顧問業協会に加入  
一般社団法人投資信託協会に加入  
一般社団法人第二種金融商品取引業協会に加入