

CIO Weekly Perspectives

ESG 投資の有効性

Jonathan Bailey ESG 投資責任者

2017 年 8 月 22 日

ESG は株式のみならず債券にも有効ですが、使い方は異なります



投資家はコーポレートガバナンスが脆弱な企業は財務パフォーマンスも優れないということを本能的に理解しています。株主資本を割高な買収につぎ込んだり、CEO の誤った経営判断に異議を唱えることのできない経営陣と近い取締役会、あるいは企業の財務状況が健全であるために必要な経営状況を精査すべき監査委員会が専門性に乏しいなど、ガバナンスの機能不全は、経営のボトムラインに様々な形で影響を与えます。

ESG 投資の環境および社会の観点も同様に、財務価値を生み出す上で、重要な指標です。

将来のために持続可能なソリューションを構築している企業はその一例です。

第二次世界大戦以降、生産性の向上が経済の主な牽引役でした。1 座席・1 輸送距離ごとの燃費効率のよい航空機エンジンの製造企業や、分析タスクの自動化およびクラウドへのネットワーク化により、より効率的なデータセンターによる処理を可能にするテクノロジー企業など、そういった企業が顧客のコスト削減を可能にし、またより広範な経済成長を促進するのです。

需要のパターンも変化しています。労働環境の安全を保証するサプライ・チェーンで製造された携帯電話を保有する、あるいは生産者たちの多様性を積極的に尊重する企業から毎朝コーヒーを購入するなど、消費者の関心も高まっています。

前提の再考察

企業が効率性の高い新製品を発明すること、自社のサプライ・チェーンを監査すること、新しい企業文化を導入することなどは一晩では起こり得ません。そうした企業努力が実を結ぶには数年を有するものですが、一旦構築されれば、持続的な競争力のある優位性へと形づくられるのです。

これこそが、ESG 投資がこれまで、株式投資家の中で、歴史的に最も根強く引き継がれてきた理由の一つです。企業努力としてこうしたことに早くから取り組んでいる経営陣を発掘し、長期的な視点から投資を行い、株価の今後の上昇を享受することができます。

債券投資家は 2-3 年以内にクーポンや額面価格を受け取ることに関心があり、ESG 概念を考慮する必要はない、と考えているかもしれません。発行体のガバナンスを考慮する上では、規律ある資産アロケーションを行っているか、取締役会の独立が保たれているか、クーポン支払いにあたって、キャッシュフローが安定しているか、といった点を確認すれば十分である、と考えている投資家もいることでしょう。

それは正しいかもしれません。しかし、より多くの債券投資家が、これらの前提を再考察しています。ソブリン債の投資家は、環境および社会指標の重要性、また、債務返済能力との相関に早くから理解を示していました。今では、より多くの社債投資家およびクレジットチームが ESG ファクターを考慮し、企業に対し、公開を求める ESG 関連データも変化しています。

高効率なデータサーバーにより多くのデータを蓄積しているクラウドコンピューティング企業を例に挙げてみましょう。フリーキャッシュフローの伸びに対する確度は債券投資家にとって重要なことですが、その他にも投資家がしたいと思っている質問があります。データのプライバシーおよびサイバーセキュリティに対し、どのような対策を行っているか？深刻なサイバー攻撃があった際に、顧客のクラウド離れは起こり得るのか？もしある地域で、規制当局が情報主権に関する規制を強化し、企業がデータセンターを移転しなければならなくなったらどうするのか？

こうしたリスクは突如表面化し、クレジット・スプレッドを混乱させ、最悪の場合、社債返済能力の低下につながります。

短期のリスク、長期の持続可能性

言い換えれば、環境および社会の観点を投資プロセスに統合することは、ビジネスモデルにおける短期リスクと長期の持続可能性を算定することなのです。

社債投資家および株式投資家は両方の側面を考慮することが必要です。しかし、該当する環境あるいは社会ファクターが企業の資本構造の様々な部分で評価をどのように行うのか、という点において異なります。そのため、アナリストが経営陣にする質問や、アナリストがビジネスの質について分析するためのデータが異なるのです。

2016 年に、バークレイズのアナリストが、ブルームバーグ・バークレイズ米国社債投資適格インデックスの採用銘柄のうちで、ESG 格付け機関である MSCI およびサステナリティクス社が提供した ESG レーティングを付与されている約 5000 銘柄を抽出し、ESG レーティング以外の要素は全く同じで、ESG 格付けに準じたポートフォリオを構築しました。

2009 年から 2016 年の間には、ESG レーティングで高格付け銘柄のバックテスト・ポートフォリオがわずかながら、パフォーマンスで優位性を保っていました。この優位性は、高格付けポートフォリオにおけるクレジット・スプレッドのシステム上のタイト化によるものではなく、クレジット格付けの格下げによる数字と程度の違いによるものでした。ESG 格付けにおけるガバナンスの部分が、パフォーマンスの優位性に最も高い相関性を有していることは、想像に難くないですが、環境および、それよりも相関は低いものの、社会面での格付けもパフォーマンスの優位性に少なからず関連しています。

バンク・オブ・アメリカ・メリルリンチが行った別の調査では、ESG 格付けが企業倒産という最悪のシナリオを投資家が回避するのに役立つかについて考察しました。BofAML ユニバース採用銘柄のうち 2008

年以降破産申請をした 17 社を少なくとも 5 年前から、ESG スコアでランク付けをしたところ、そのうちの 15 社が環境および社会の格付において平均を下回るスコアとなっていました。

この結果が示す通り、環境規制の突然の変更あるいは、企業の脆弱な安全体制による損失などが引き金となり、債務返済能力を低下させることがあるのです。一方で、多くのアナリストが指摘しているのは、バークレイズの調査結果とは相反するようですが、ガバナンスの格付けは倒産との相関は低いということです(社会および環境面における企業の問題はほとんどのケースは、ガバナンスの失敗に起因していることを考慮する必要があります)。

債券に特化した ESG モデルの開発

バンク・オブ・アメリカ・メリルリンチの調査チームが指摘しているように、これは、現在の ESG モデルにおける「G」(ガバナンス)の評価が深刻なクレジットリスクを想定する上で、何か重要な要素を欠いているからではないでしょうか。もしかすると、これらのデータポイントが株式アナリスト向けに構築され、株主権利や取締役会の独立性に特化したものだからでしょうか。

これらの調査結果は非常に興味深く、主に株式投資家向けに構築されたものであっても、今ある ESG 格付が、債券投資家にとっても何らかのアルファを提供することができるかと示しています。もちろん、その一方で、債券投資家が知らなければならない重要な要素が欠落している可能性も示しています。

それゆえ、債券アナリストが独自の ESG 分析の開発と活用により精通し、経営陣と直接関わっていくことで、債券投資に適したモデルを作り上げていきました。ニューバーガー・バーマンは S&P やムーディーズといった格付機関と協働し、格付方法により ESG の具体的な影響、問題をより幅広い視点から考察するよう取り組んできました。

業界がこの分野により注力していくなかで、ESG 投資は企業の資本構造の様々な部分に新しい動向を生み出し、債券および株式アナリストの間で新しい視点が共有されていくようになるでしょう。このような基盤が確立されることで、ESG はポートフォリオ運用において、完全に取り込まれ、全体を測るツールとして普及することでしょう。

■ 過去の CIO Weekly Perspectives は[こちら](#)。

■ Neuberger Berman ウェブサイト www.nb.com/japan

¹ 「持続的投資および債券リターン」、バークレイズ、2016 年 10 月。シミュレーション上のデータは、バックテスト・モデルに基づき算出されたものであり、ご参考用として表示されたものです。実際の運用成績と異なり、シミュレーション上のパフォーマンスは実際の取引を反映しておりません。実際に運用した場合は経済や市場などの重大な要因が、投資判断に影響を及ぼす可能性があります。

² 「ESG: 優れた企業は優れた銘柄となる」、バンク・オブ・アメリカ・メリルリンチ、2016 年 12 月。

当資料は情報提供を目的として作成されたものであり、法的、税・会計上または投資のご提案のためのものではなく、また個別の有価証券等の勧誘等を目的とするものでもありません。当資料は正式なリサーチ・レポートではありません。従って当資料は投資判断を行うにあたり依頼されるべきではありません。当社グループ、その従業員及び当社グループが投資助言を提供する顧客は当資料にて言及されるセクターに属する企業の有価証券等を保有する場合があります。当資料は、作成時点において信頼できると思われる情報に基づき作成されていますが、かかる情報(第三者からの情報を含む)のいずれについてもその公正性、正確性、信頼性、完全性および妥当性について、明示または黙示を問わず表明または保証するものではありません。当資料に含まれる意見や見通しについては作成時点のものであり、今後予告なく変更されることがあります。当資料中の見通しや意見については、必ずしもニューバーガー・バーマンとしての統一見解ではない場合があることにご注意ください。当資料に記載する商品または運用戦略が、すべての投資家に適合するものではありません。当資料は予想、見込み、見通し、その他の「将来予測に関する記述(Forward-looking statements)」を含みます。様々な要因により、実際に生起する事象は当資料に記載されているものと大幅に異なる場合があります。投資はリスクを伴い、元本の毀損を伴います。過去の実績は将来の運用成果を保証または示唆するものではありません。

本資料は、当社グループが作成した資料をもとに当社が翻訳・作成した資料であり、必ずしも原文の内容と一致するものではなく、また、その正確性、完全性及び信頼性を保証するものではありません。当資料の複写、転載及び第三者への提供については、当社の同意なくこれを行うことは固くお断りいたします。

手数料等について

投資一任契約に基づく運用報酬：投資一任契約に基づく運用報酬として、受託資産の時価総額に対して年率 1.00% (税抜き) を上限とする金額が徴収され、これとは別に成功報酬(ない場合もあります)、受託銀行に対する報酬等の費用が徴収されます。また、当資料において記載される戦略は、投資家の利益に資すると当社が判断した場合には、同様の戦略を有するファンドを組み入れることを通じて提供場合があります。その場合、組入れを行うファンドにおいて以下のような報酬等が別途徴収されます。運用報酬料率：運用報酬料率は、運用戦略、運用資産額、投資スキーム等に基づく商品の内容及び成功報酬の徴収の有無等により、商品毎又は契約毎に異なりますが、一般的な運用報酬料率の上限は、運用資産の時価評価額に対して 2.0% となります。ただし、その他の諸条件を踏まえ、個別案件や投資金額毎に異なりますので、詳細を表示することはできません。

成功報酬料率：成功報酬の徴収の有無及びその料率は、運用戦略、運用資産額、投資スキーム等に基づく商品の内容及び成功報酬の徴収の有無等により、商品毎又は契約毎に異なりますが、一般的な成功報酬料率の上限は運用資産の超過収益に対して 20% となります。ただし、その他の諸条件を踏まえ、個別案件毎に異なりますので、詳細を表示することはできません。

その他費用等：商品の種類、スキーム等により各種費用(経費、運営費用、ファイナンス・コスト、組成費用、取引手数料等)が発生しますが、これら諸費用は運用状況及び資産規模等により異なりますので、詳細を表示することはできません。

上記の投資一任契約及び組入れファンドに関して徴収される報酬及び諸費用の合計は、戦略、運用状況及び資産規模等により異なりますので、その総額や上限等について、あらかじめ表示することはできません。

投資リスクについて

投資一任契約に基づき投資を行う投資運用商品には、投資信託、株式、債券、為替、先物、デリバティブ等、各種金融資産が含まれますので、各市場等における相場その他の指標に係る変動等の影響により投資価値が下落し、損失を被ることがあります。外貨建資産への投資は、為替変動により損失を被るリスクを伴います。投資運用商品は、投資元本が保証されているものではなく、投資元本を割り込むことがあります。投資信託、外国籍リミテッド・パートナーシップ等のファンドに投資する場合、投資するファンドの種類により投資リスクは異なりますが、主なリスクとして、価格変動リスク、流動性リスク、信用リスク、為替リスク、金利リスク、デリバティブ・リスクなどがあります。また、受託資産の運用に関してデリバティブ取引等を利用する場合は、受託資産から委託証拠金その他の保証金(以下総称して「証拠金」と言います)を預託する場合がありますが、当該取引等にかかる想定元本の額が証拠金の額を上回る可能性があるとともに、当該取引の対象となる有価証券の価格、利率又は参照する指標等の変動による損失の額が証拠金の額を上回ることにより、証拠金を上回る損失が生じ結果として元本を上回る損失を蒙る可能性があります。なお、デリバティブ取引等の証拠金に対する比率は、取引毎の具体的な条件に応じて決定されるため、予め算出することはできません。

債券、バンクローン、モーゲージ証券、メザニン債等への投資について：これらの商品の価値は金利、市場環境、信用状況その他の要因により変動します。償還前に債券を売却した場合、売却による利益又は損失が発生する場合があります。また利子についても何らかの課税の対象となる場合があります。ハイ・イールド債券(「ジャンク債」)、バンクローン(優先担保及び劣後担保のものを含む)、非政府系モーゲージ証券、メザニン債等に対する投資は一般的に投機的な投資であり、投資適格債に対する投資と比較してより大きなデフォルトリスクを伴います。こうした商品の市場価格は、金利、市場環境、信用状況、政治、通貨の切り下げその他の要因により変動する場合があります。投資適格債と比較してよりその変動幅が大きくなります。従って、これらの商品に対する投資はすべての投資家に適合するものではなく、投資に当たっては潜在的なリスク及びリターンを十分ご理解のうえご検討ください。

株式への投資について：大型株への投資の場合であっても、株式投資に関するあらゆるリスクを伴います。かかるリスクには、一般的な市場或いは経済状況により株式価値が毀損されるリスクを含みます。中・小型株式への投資の場合は、財務及びその他のリスクに関し、大型株と比較してより影響を受けやすい傾向にあり、また、取引量が大型株と比較して限定的であることから、市場価格の変動はより大きくなる傾向があります。

外国有価証券及び外貨建て有価証券への投資について：これらの商品に対する投資については、為替の変動や政治経済の情勢といったリスクを伴い、投資資産の価値及び配当が影響を受けることがあり、投資元本を割り込む可能性もあります。また、新興国への投資については、先進国への投資に比べて市場規模や流動性等の観点から価格変動が大きくなる傾向があるなど、より大きな損失を被る場合があります。加えて、新興国における経済は一般的に規制が十分でなく、貿易障壁、為替管理、保護主義的政策及び政治的・社会的な不安定性により悪影響を受ける可能性があります。流動性が低い場合や信頼できる情報が利用できない場合には変動性が高くなるリスクがあります。

ヘッジファンドやプライベート・エクイティ・ファンド等のオルタナティブ投資について：ヘッジファンドやプライベート・エクイティ・ファンド等のオルタナティブ投資は投機的な投資であり、高いリスクを伴います。ファンドは、レバレッジの高いキャピタル・ストラクチャー商品への投資を通じて、レバレッジをかけることがあります(レバレッジは高い金利リスクを伴い、金利上昇や景気後退、原資産の減少といった要因に対し、投資資産のエクスポージャーが増加することがあります)。これらのリスク要因の影響を受けて、ファンドの運用実績は大きく変動することがあり、結果的に投資元本の全部又は大部分を失うことがあります。

プライベート・エクイティ・ファンドの組入れを行う場合について：プライベート・エクイティ・ファンドの場合、一旦ファンドへの出資を行うと中途解約は原則として認められず、またファンドの持分には通常譲渡制限が付されているため流通市場はなく、今後も整備される見込みはありません。従って、中途換金は非常に困難であり、流動性は殆ど存在しません。また、ファンドで徴収される報酬及び費用の発生により、費用控除後の実現利回りが大きく低下することがあります。更に、これらの報酬及び費用の発生によって、投資家に返還される金額が拠出総額を下回る可能性があります。なお、当資料に記載する戦略をファンドの組入れを通じて提供する場合、当該ファンドに係る条件等の詳細については今後関係者の承認を経て正式決定される場合があります。その場合当資料中に記載された内容が予告なく変更され、またかかる状況において新たなリスクが発生することもあります。

適合性原則について

当資料でご紹介する戦略がすべての投資家に適合することを保証するものではありません。当社は、金融商品取引法等の法令・諸規則等に従い、投資家の知識、投資経験、財産の状況、投資一任契約を締結する目的その他の個別の事情等を踏まえ、個別戦略の正式なご提案をさせていただくこととしております。なお、投資家の知識、投資経験、財産の状況、投資一任契約を締結する目的その他の個別の事情等を確認した結果、当社の判断により一定の戦略のご提案を行わない場合や、投資家からの戦略提案のご要望に応じることができない場合があることをご了承ください。また、かかる場合に代替的な戦略のご提案をさせていただく場合もございますが、常にそのようなご提案を行うことを保証するものではありません。

また、正式な戦略のご提案以降であっても、投資家の財産の状況や規制環境の変化、その他個別の事情等に照らして当社が必要と判断する場合には、当初の提案を随時見直す可能性があります。厚生年金基金である投資家に対するご提案に当たっては、運用指針（及び、場合によっては運用の基本方針）等を確認させていただき、必要に応じて情報を提供させていただくこともあわせてご了承ください。

ニューバーガー・バーマン株式会社

Neuberger Berman East Asia Limited

〒100-6512 東京都千代田区丸の内一丁目5番1号

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第2094号

加入協会 一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 投資信託協会、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会