

なぜアジア新興国で ESG を適用するのか？

課題が多くとも ESG を重視する理由

- アルファの追求における ESG(環境、社会、ガバナンス)要因の適用は複雑であり、新興国市場においては尚更です。
 - 何をもって妥当な ESG 判定基準とするかについて、投資家は往々にして独自の目安を持っている。
 - 運用パフォーマンスにおける ESG の寄与度は往々にして立証することが難しく、演繹的な立証は特に難しい。
- しかしながら、新興国市場でも、優れたガバナンスが企業価値を示す重要な指標であることは一貫して証明されています。同様に、環境要因と社会要因も、売買判断において重要なシグナルとなります。
- したがって、当社は、ESG(特にガバナンス)判定基準が新興国株式のファンダメンタル・リサーチ・プロセスにおいて不可欠なパートであるという考え方を強く支持しており、当社のアジア株式運用チームでは、10年以上前の発足時からこの基準を銘柄分析に組み入れてきました。

このレポートでは、ESG に対する最近の業界調査に加え、当社自身がアジアの新興国株式を中心に ESG 分析を適用した経験、またそれによって学んだ重要な教訓を取り上げます。

ESG の課題

RBC(Royal Bank of Canada)社による最近のアンケート調査結果^{※1}では、多くの ESG 投資手法に対して投資家が不満を抱いていることが浮き彫りになりました。回答者の 52%が、ネガティブ・スクリーニングは幅広い投資家層に適合するものではないと回答し、アルファ創出に寄与すると感じていると回答したのは 3 分の 1 に満たず、言い換えれば大半はネガティブ・スクリーニングの適用はアルファ創出目的というよりも哲学的な選択であると感じているという内容でした。また、同レポートで、企業からの ESG 関連データの質と量に満足していると述べた回答者は、17%に過ぎませんでした。

^{※1} RBC 社プレス・リリース「RBC Survey Reveals Opportunities and Obstacles in ESG Investing」(2016年11月15日)

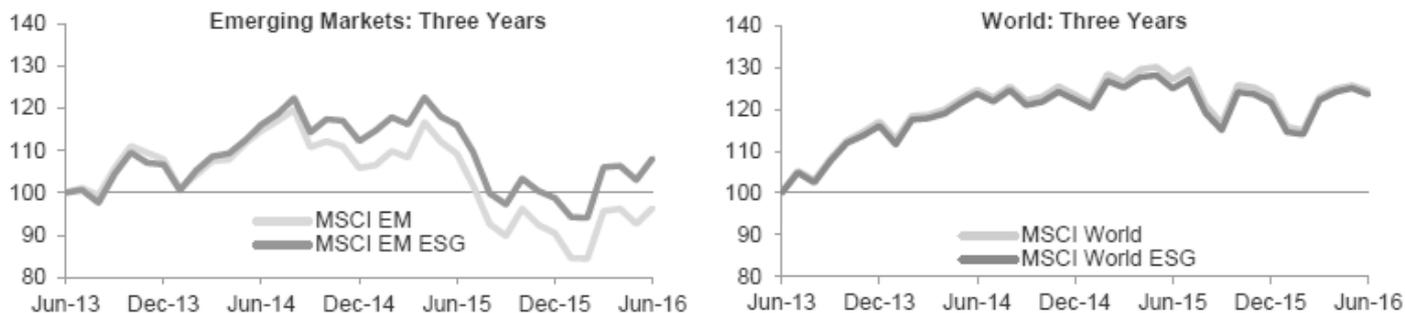
こういった懸念は新興国に特に当てはまります。新興国では制度面での管理が先進国ほど強固でなく、ESG 方針の有効性を明確化することがより困難だからです。国連責任投資原則(PRI)のレポート^{※2}で言及されているように、「環境および社会的な問題に関する開示は劣化する傾向にあり、多くの企業が報告をしないか、したとしても慈善活動に焦点を当てたものが一般的です」。

^{※2} PRI レポート「Asian Markets Investor Obligations and Duties in Asian Markets」(2016年9月7日)

当社は経験上、アジアの新興国市場では、特にアクティブ運用において、ベンチマークの価値は限定的であると感じています。当社のコアアジア株式ポートフォリオにおいて、組入銘柄の約 25%がベンチマークである MSCI AC Asia(除く日本)インデックスでカバーされていません。これらに含まれる排水処理事業会社、ヘルスケア・サービス会社、ソーラーパネルのガラス製造会社といった企業は、当社独自の ESG 判定基準では高くレーティングされるものの、ベンチマークのスクリーニング・アプローチでは漏れてしまうのです。

同市場の小型～中型株セグメントでは、アルファ獲得が見込まれる投資機会が多く存在するものの、このベンチマークとの乖離の問題はより重大になります。元来、ベンチマークとなるインデックスは必ずしもパフォーマンスを主眼において設計されているわけではなく、ESG に大型株バイアスをもたらします。

図表 1. MSCI ESG インデックスと親指数の相関性－新興国のアウトパフォーマンスが全世界に比べより顕著



出所: Cambridge Associates, The Value of ESG Data (2016 年 10 月)

Cambridge Associates 社の分析によれば、ESG に基づく銘柄選定は、スタイル、国、セクターのエクスポージャーといった他のファクターを除いてみると、新興国市場において付加価値を提供できることが示されています。MSCI EM ESG インデックスは、2013 年 6 月の設定以来、親指数である MSCI EM インデックスを米ドルベースで累計 12%アウトパフォームしています。興味深いことに、MSCI EM ESG インデックスが MSCI EM インデックスをアウトパフォームした主な要因はガバナンス要因であり、この要因のために MSCI EM ESG インデックスでは、EM インデックスの大部分を占める大型株である国有企業 (State Owned Enterprises: SOEs) の多くがアンダーウェイトとなっています。

一方、Cambridge Associates 社は、同様の ESG 判定基準がもし、SOEs が新興国市場にアクセスする安全な方法と見られていた 2010 年以前のような早期に組み入れられたならば、新興国の ESG 判定基準はそこまで上手くは機能しなかったであろうとも述べています。しかしながら、ここ 5 年間については、SOEs は他の新興国銘柄をアンダーパフォームしており、これは New Asia と Old Asia の企業間で格差が広がっているとする当社の考えにも反映されています。当社の経験では、ESG を改善させている一部の SOEs はパフォーマンスが好調であり、したがって単に国有であるというだけで投資候補から除外すべきではないでしょう。

この経験は、ESG モメンタムがシャープレシオを改善させることを示した ECCE (欧州企業エンゲージメント研究センター) と NN インベストメント・パートナーズ社の調査結果^{※3}でも裏付けられています。新興国市場では、企業が ESG 資質を改善するための有意義な取り組みを行った場合、平均的に株価パフォーマンスの改善が期待できます。ESG モメンタムがネガティブな新興国企業は平均シャープレシオが約 0.17 であるのに対し、ESG モメンタムがポジティブな新興国企業は平均シャープレシオが約 0.46 となっています。

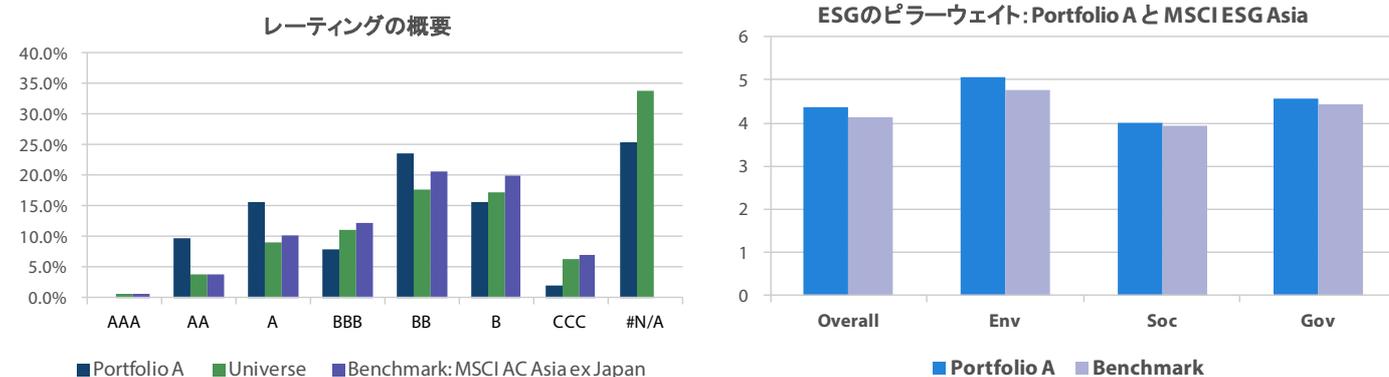
※3 ECCE および NN インベストメント・パートナーズ「The Materiality of ESG Factors for EM equity investment decisions」(2016 年 10 月)

また、多くのアジア企業は同族経営であり、これもネガティブなガバナンス指標^{※4}と見なされる可能性があります。しかし、SOEs の場合と同様に、ESG レーティングに基づく評価を行なうためには、少数株主の扱いや企業間株式移転の度合いなどといった、ガバナンスの方針および行動に照らして所有構造を見ていく必要があると考えます。

アクティブ・マネージャーにとっては、ESG をセクター、スタイル、国別セクターといった他のファクターから分離することも悩みの種です。

※4 W. Rees および T. Rodionova 著「The Influence of Family Ownership on Corporate Social Responsibility」(2014 年)

図表 2. MSCI ESG レーティングと ESG のピラーウェイト



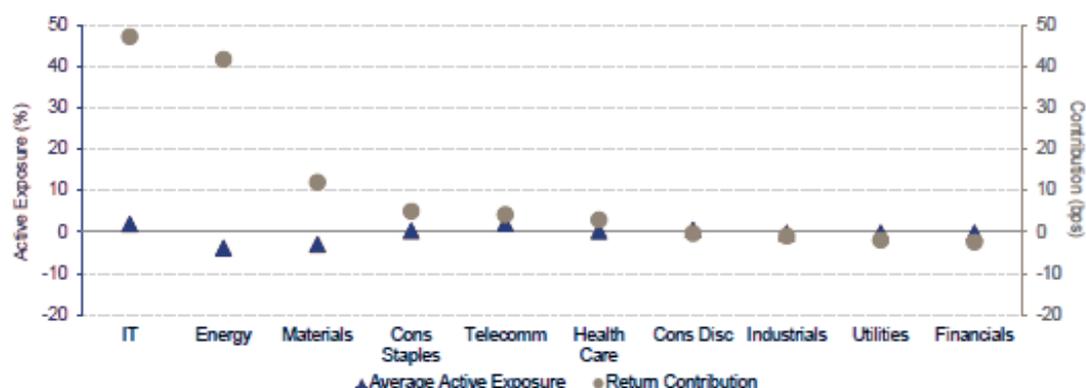
出所: MSCI Asia ESG に対する日興 AM の分析。特定のセクターに関する言及は、あくまでも説明目的であり、当資料の発行時点におけるものである。これは、言及された特定のセクターに関する投資推奨ではなく、いかなる保証も提供するものではない。

上記のチャートから分かるように、当社が運用するポートフォリオ A では MSCI Asia ESG インデックスで AA と A にレーティングされている銘柄が大幅なオーバーウェイトとなっています。ファクター別では、全ての ESG 要因でオーバーウェイトとなっているなか、環境 (Env) 要因におけるオーバーウェイトがガバナンス (Gov) 要因に比べて大きくなっています。当社では、ガバナンスは優れたビジネス倫理を示すもので、したがって社会および環境責任にもつながると考えており、ガバナンスを主要な銘柄購入基準として重視しているため、これはやや意外な結果に映るかもしれません。

この理由としては、現在、当社のポートフォリオ A では、電気自動車や太陽エネルギーといったテクノロジーを含め、アジアで新たに台頭してきている成長産業の組入比率を高めているのに加え、石炭や電力などコモディティ型産業や公益事業といった昔ながらの業種の組入比率を限定していることが考えられます。これらのセクター配分は、ESG 原則自体よりも、当社のアジア株式調査チームが妥当なバリュエーションで長期的な成長機会があると考える業種を反映したものです。

同様に、国別配分も ESG の寄与度に影響します。シンガポールとマレーシアは MSCI ESG インデックスの基準に基づく比較的レーティングが高くなりますが、ESG 関連よりも運用成果への期待に基づく当社のポートフォリオでは、両国ともアンダーウェイトとしています。したがって、当社のポートフォリオ A における現在の対ベンチマークでの国別配分も、ベンチマーク比で環境要因がガバナンス要因よりも高くなっていることの一因であると考えられます。

図表 3. MSCI EM ESG インデックス: アクティブ・エクスポージャーと超過リターン



出所: Cambridge Associates, The Value of ESG Data (2016 年 10 月)

これは、集中投資型アクティブ運用を対 ESG ベンチマークで比較することの難しさを示しています。特に新興国市場では、時価総額の乖離における制限によって、ESG インデックスが依然として既存の大型産業に偏る傾向があり (ESG 面での影響がより大きい可能性がある)、新しい成長産業のより時価総額が小さい企業は含まれないため、対 ESG ベンチマークでの比較を更に難しくしています。

日興 AM アジア株式運用チームの ESG へのアプローチ

Cambridge Associates 社の分析、また当社自身の経験から、特にガバナンスについては、ESG 要因と投資リターンの間に一貫した関係が見られます。前述のとおり、所有構造の観点から見たガバナンスの評価は、多くの対照的な意見を生み出します。SOEs の構成比率が低めとなっていることは、MSCI ESG インデックスが MSCI Asia (除く日本) インデックスをアウトパフォームしたことに寄与しましたが、これは、特に SOEs が ESG 要因での改善を見せている場合には、必ずしも当てはまるというわけではありません。新興国での ESG 分析におけるもう一つの重要課題は、データの入手可能性と信頼性、そして比較可能性です。一般的に、開示水準の低い企業は長期的にあまり良いパフォーマンスを見せない傾向にあるように見受けられます。

これらの理由から、ガバナンスを重視した ESG 要因の評価は当社のボトムアップ型ファンダメンタルズ・リサーチ・プロセスの一端を成しており、当社のポートフォリオ A では 2005 年の運用開始時から実施しています。当社のアジア株式運用チームは、ESG 分析を ESG スペシャリストが主導する形ではなく、自らの運用プロセスに組み込むこのアプローチを、「ESG 統合」と表現しています。当社では ESG の問題は、当社の受託者責任に合致する形で、投資の分析および意思決定プロセスに組み込まれています。

何よりも、当社はアジアではガバナンス要因に注目しており、中でも実質的な所有権、実績、資本配分の意思決定、および経営陣の質を重視しています。環境および社会要因の投資リターンに対する重要性が徐々に増しているなか、当社ではこ

れらを個別に評価していますが、一般的には、優れたガバナンスを忠実に実践することは、環境面と社会面での優れた企業行動にもつながっています。このアプローチは、データが不完全である場合に、当社の企業分析の助けとなります。当社のセクターアナリスト・チームは、背景調査と経営陣とのエンゲージメント(対話)を通じ、各企業を業界平均や国内の同業他社との比較で評価します。この相対評価によって当社は、アルファ創出のために当社の集中投資型アクティブ・アプローチと合致する形で、ESG 原則を投資配分の決定に組み入れることができます。

結論

- アジア新興国市場の運用プロセスに ESG 要因を組み入れることは、経済的価値を生み出します。中でもガバナンスは特に有益な指標です。
- しかしながら、背景が重要です。例えば企業の所有は、支配がどのように実施されているか、またどのような開示が提供されているか等の観点から検証される必要があります。

新興国市場にはアルファの源泉が潤沢にあり、超過収益を獲得するためには、アクティブ・マネージャーはベンチマーク構成銘柄以外にも投資できるようにすべきです。ESG を組み入れたアクティブ運用戦略に必要なのは、インデックスでのスクリーニングへの依存よりも、ファンダメンタル調査です。

投資顧問契約及び投資一任契約にかかる留意事項

投資一任契約に基づく投資、または投資顧問契約に基づく助言は、主に株式や債券など値動きのある証券(外貨建証券には為替変動リスクもあります)を対象としているため、お客さまの運用資産の評価額は変動し、投資元本を割り込むことがあります。当該契約に係る主なリスクは以下の通りです。

- (1) 価格変動リスク
- (2) 流動性リスク
- (3) 信用リスク
- (4) 為替変動リスク
- (5) カントリーリスク
- (6) デリバティブリスク
- (7) マーケット・ニュートラル戦略およびロング・ショート戦略固有のリスク

■ご負担いただく手数料等について

投資顧問報酬等 投資顧問契約及び投資一任契約の対価として、投資資産残高(投資資金額が 5 億円以上であることが前提)に対して年率 3.24%(税抜 3.0%)を上限とした投資顧問報酬が契約期間に応じてかかります。また、契約内容によっては、固定報酬に加え成功報酬をご負担いただく場合があります。

その他費用 その他費用として組入有価証券の売買委託手数料などがかかる場合があります。投資一任契約に基づき投資信託を組入れた場合は、投資信託の信託報酬、信託財産留保額、組入れ、解約等に際しての手数料等、組入有価証券の売買委託手数料、有価証券の保管などに要する費用、管理費用、監査費用、設立に係る費用、借入金の利息、借株の費用などがかかる場合があります。

《ご注意》

※成功報酬、その他の費用については、運用戦略および運用状況などによって変動するものであり、事前に料率、上限額などを表示することができません。

※上記のリスクや手数料等は、個別の契約内容等により異なりますので、契約を締結される際には、事前に契約締結前交付書面を十分にお読みください。

■その他留意事項

当資料は、日興アセットマネジメント株式会社の資産運用に関する様々な専門知識や知見をお伝えすること等を目的として作成した資料であり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。内容に関する一切の権利は弊社にあります。事前の了承なく複製、

なぜアジア新興国で ESG を適用するのか?

第三者への配布または転載等を行なわないようお願いいたします。当資料の情報は信頼できると判断した情報に基づき作成されていますが、情報の正確性・完全性について弊社が保証するものではありません。当資料中のグラフ、数値等は過去のものであり、将来の運用成果等を約束するものではありません。当資料中のいかなる内容も、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。