

サステナブル・グローバル・スターズ株式戦略

サステナブル投資: 決別するのは時期尚早

Sustainable Investing Expertise by
ROBECOSAM

- 2017年から2022年の間、ESGの寄与度はサステナブル・グローバル・スターズ株式戦略の超過リターンの約22%に達した
- 意外なことではないが、2022年はトレンドが反転して逆風の年に
- サステナブル投資は至って健在であり、運用成績の悪化を受けて決別するのは時期尚早

親友同士であっても、ときに仲違いすることがあります。何年もの間、株式市場とESGの普及拡大は相性が良く、懸念材料はほとんど見受けられませんでした。2022年に入ると、戦争、エネルギー危機、インフレ高進という文字がヘッドラインに並ぶようになりました。とりわけサステナブル投資戦略においては、これらのイベントはパーフェクト・ストーム（破滅的な事態）を形成することになりました。

2022年は、かつてのESGの「花形」が苦戦する一方で、軍需産業や化石燃料関連、さらにはタバコ・セクターなどの「悪役」が躍進する年になりました。サステナブル投資は現実を直視することになったとも言えるでしょう。また、実際のリターンに対する「ESG」の寄与度に関する議論が再燃することにもなりました。今回のレポートでは、ロベコの中核的なグローバル株式戦略である「サステナブル・グローバル・スターズ株式戦略」を取り上げ、この議論を再び検証します。その中で、ここ数年間の運用成績に対するESG寄与度を分析したところ、以下の結論が導かれました。

Article
機関投資家向け
2023年1月

Chris Berkouwer
ポートフォリオ・マネージャー



- 2017 年以降のデータを追跡したところ、「ESG 統合」と「特定のセクターの除外方針」は運用パフォーマンスにプラスの影響を与えているものの、2022 年は「悲慘な年」となった。
- 2022 年は、「罪悪セクター」の全面的な除外がパフォーマンスの悪化につながった初めての年であった。
- 2017 年から 2022 年の間、ESG の寄与度は当戦略の超過リターン¹の約 22%に達した¹。
- 言い換えると、この期間の年率超過リターンである 334bp のうち、約 75bp が重要な ESG 要因に由来した。

投資戦略のコンセプト

サステナブル投資の本質は、すべてのステークホルダーの立場を尊重しながら事業を展開する企業を投資対象にすることで、付加価値を幅広く創出することにあります²。実務的には、財務の持続可能性に注目するだけでなく、コンセプトをより広範に捉えて、環境や社会に対する付加価値の創出についても視野に入れます。このようなサステナブル投資の手法は、専門的には「ESG統合」と呼ばれ、重要なESG要因が追加的な視点として意思決定プロセスに加わります。ESGは政治的なイデオロギーではなく、投資プロセスにおける重要なステップであることに留意する必要があります。

このような目的を踏まえて、ロベコのサステナブル・グローバル・スターズ株式戦略では、実際に企業のビジネスモデルに影響を与え、長期的な付加価値の創出につながる堅固なサステナビリティ戦略を掲げる、質の高い企業に投資しています。同時に、いわゆる「ESGインルーパー（ESGへの取り組みにおいて改善を示す企業）」や、適切に課題を対処すれば大きなアップサイドが期待される「ESGラガード（ESGへの取り組みにおいて遅れが見られる企業）」へも投資します。このようなバーベル型アプローチの利点は、異なる市場セグメントへの投資を通じて、さまざまな市場サイクルにおいて頑強性を発揮するポートフォリオの構築が可能になることです。

分析方法の概要

株式のボトムアップによるファンダメンタルズ分析では、企業の開示資料、経営陣との面談、専門家のネットワークなど、さまざまな情報源が利用されますが、なかでもESG関連の情報の重要性が増しています。これらの多様な情報に健全な常識を加えることで、企業に対する見方、ひいては投資判断が形成されます。この過程において、定性的な指標であるESGの重要性を正確に抽出することはほぼ不可能ですが、以下で説明するロベコの企業リサーチに基づくアプローチによって近似値を求めることは可能です。

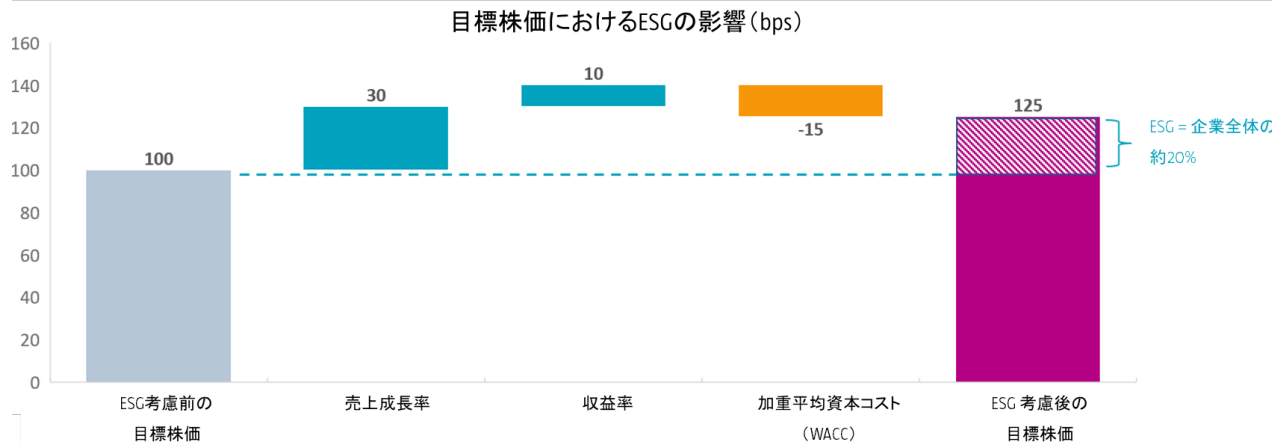
バリュエーション・モデルに重要なESG要因を全面的に統合することが、このアプローチの柱となります³。前述したように、企業のバリュエーションとESGの間には密接な関係があり、ESGは売上、収益率、設備投資ニーズ、割引率といった、企業の伝統的な企業価値の源泉に直接的（または間接的）に影響することがあります（図表1）。

¹ サステナブル・グローバル・スターズ株式戦略ではユーロ建ての MSCI ワールド・インデックスを参照インデックスとして利用。

² 「ESG という名のルービックキューブ (“Solving the ESG Rubik’s Cube”）」、ロベコ、2021 年 1 月。

³ 「ロベコ・グローバル株式戦略における ESG の評価 (“Valuing ESG at Robeco Global Equity”）」、ロベコ、2015 年。

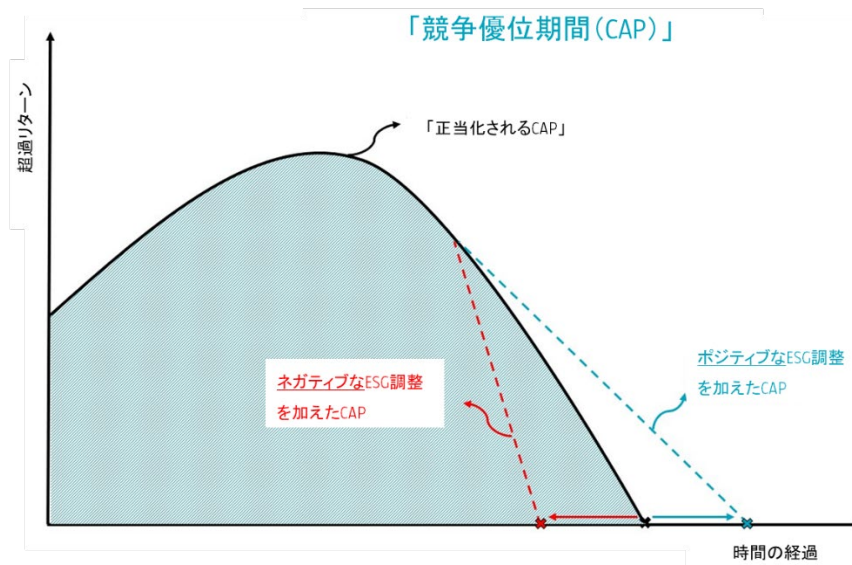
図表 1 | ESGの影響を含む企業価値の詳細



出所: ロベコ

2017年には、企業が超過的な経済利益を生み出すこと(資本コストを上回るリターンを生み出すこと)が可能な期間を意味する、いわゆる「競争優位期間(CAP)」の概念を用いて企業価値を調整する、代替的なアプローチを導入しました⁴。この手法はクレディスイスのHOLT による先駆的な研究に基づくもので、図表2ではそのコンセプトを提示しました。例えばテクノロジーやヘルスケアなどのセクターでは、多くの場合、伝統的な企業価値の源泉よりもCAPによる調整を選択しています。その方が、ビジネスモデルの長期的な企業価値創出能力をよりの確に把握できるからです。

図表 2 | 競争優位期間



出所: 「CAPがESGと出会う時(“When CAP meets ESG”)」、ロベコ、2018年

⁴ Berkouwer, C. 「CAP が ESG と出会う時:未知なる領域の開拓(“When CAP meets ESG: Uncovering Uncharted Territory”）」、ロベコ・ホワイトペーパー、2018年。

加えて、サステナブル・グローバル・スターズ株式戦略では、ロベコの除外方針⁵を採用しています。本レポートにおける試算と特に関連するのは、タバコ・セクターの全企業と航空宇宙・防衛 (A&D) セクターの大方の企業を投資除外とする方針です。さらに、化石燃料企業に対する除外を強化してきたことを踏まえて、エネルギー・セクターの大半を除外した場合の正味の影響を含め、過去の調査結果を遡及的に再計算しました。当戦略では、エネルギー・セクターの一部の分野 (先進バイオ燃料など) に対する投資は可能ですが、非常に厳格なサステナビリティ基準を満たす場合に限られ、大方のエネルギー銘柄は、大きなポジションをとる選択肢が実質的に除外されていることが重要な点です。計算上、エネルギー関連の保有銘柄の影響と、実質的に保有できない、あるいは保有を望まない銘柄の影響を相殺しました⁶。

当戦略では、企業とのエンゲージメントにも積極的に取り組み、サステナビリティ特性の改善も求めています。その方が、単純に投資除外とするよりも効果が大きくなるケースも珍しくありません⁷。一方で、ESGパフォーマンス寄与度分析では、超過リターンの影響が計測しやすい点を踏まえて、「ESG統合」と「除外方針」という2つのアプローチのみに焦点を当てています。ロベコの手法の詳細については、脚注で紹介したレポートをご参照ください⁸。

具体例: イーライ・リリー

ESG寄与度の計算方法について、実践的な例を紹介します。当戦略では、米国の大手製薬会社イーライ・リリーの株式を保有しています。同社は製薬業界において、最も革新的な社と評価されています。ESG分析による堅固なコーポレート・ガバナンスとイノベーション・マネジメントの評価を踏まえて、ESGが実質的に同社企業価値全体の約11%に相当するとの結論を導き出しました。2022年のポートフォリオにおける同社のパフォーマンス寄与度は+156bpでした。ここから私たちはパフォーマンスに対するESGの寄与度を概算するため、上記2つの数字を掛け合わせ、+17 bp (11% x 156bp) がESGに帰属する超過リターンであると導き出しました。「ESG」を定量化する究極の科学的方法とは言えないかもしれませんが、企業リサーチに基づくESGの運用パフォーマンスへの寄与度を概算する試みに取り組んでいます。

一方、全面的な除外方針に関連してタバコ・セクターを例にとると、タバコ銘柄の非保有により、同カテゴリーの株価がベンチマークをアンダーパフォームした場合に、超過リターンを「獲得」します (反対のケースも同様)。2022年はタバコ銘柄のパフォーマンスが極めて良好で、20bp近くの超過リターンを「喪失」しました。しかし、2017年から2022年までの期間全体を見ると、タバコ・セクターのパフォーマンスは低調で、同セクターを回避する戦略が功を奏して94bpの超過リターンが生み出されました。

ロベコによるデータ分析の結果は、ESG統合が長期的に超過収益を生み出してきたことを示しています

分析の結果

ロベコはこの戦略を立ち上げて以来、投資判断にESGの観点を採り入れてきましたが、運用パフォーマンスに対するESGの寄与度を明示的に計測するようになったのは2017年のことです。したがって、この分析では6年分 (2017～2022年) のトラックレコードが存在します (図表3)。図表3の左側のチャートは、当戦略全体の超過リターンを、「ESG以外からの超過リターン」と「ESGからの超過リターン」に大別したものです。例えば2020年の超過リターンは1,222bpであり、そのうち409bpが前述の手法に基づくESG統合と除外方針に帰属します。また、2017年から2022年の間、超過リターンに対するESGの寄与度は大きく、年率超過リターンである334bpのうち75bp (約22%) がESG要因に由来することが確

⁵ <https://www.robeco.com/docm/docu-exclusion-policy.pdf>

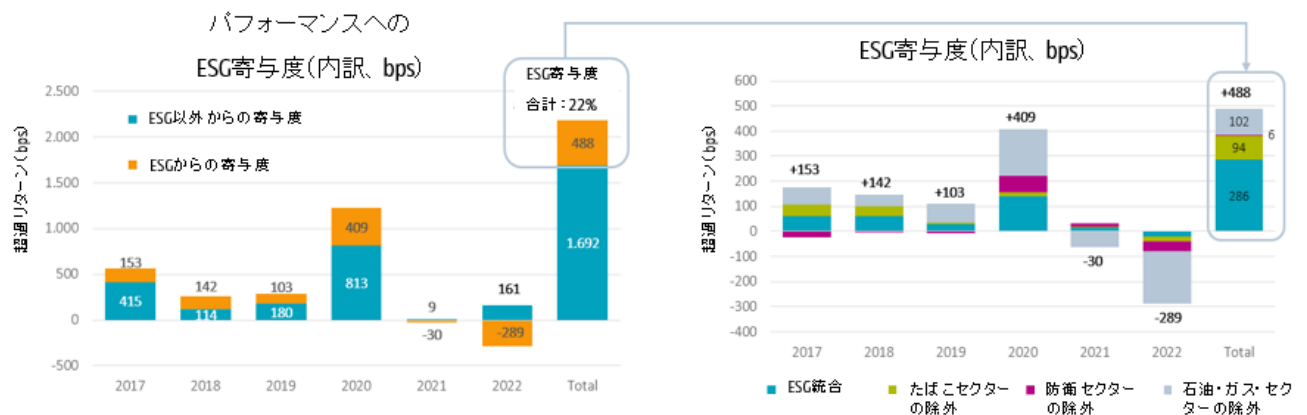
⁶ 基準には環境フットプリント指標 (炭素排出、水消費、廃棄物処理)、ESG リスクの評価、SDG スコアなどが含まれる (これらに限るものではない)。「ハード」な除外方針に該当するとは限らないものの、ロベコはサステナビリティ戦略の哲学に反する可能性のある企業を回避する傾向があり、「ソフト」な除外方針と捉えることも可能。

⁷ サステナブル・グローバル・スターズ株式戦略が採用する ESG アプローチの完全な詳細については、「2つの世界の衝突: ESG統合の3年の実績から得られた知見 ("Two Worlds Colliding: Insights from Three Years of ESG Integration")」、Zandbergen, M.、ロベコ・ホワイトペーパー、2017年をご参照ください。

⁸ 「紅茶から砂糖を分離する試み: 運用パフォーマンスに与える ESG の寄与度計測 ("Separating the Sugar from the Tea: Measuring the ESG impact on Investment Performance")」、ロベコ、2019年。「ESGという名のルービックキューブ ("Solving the ESG Rubik's Cube")」、ロベコ、2021年1月。

認できます⁹。

図表 3 | 運用パフォーマンスに対するESGの寄与度



出所: Factset、2022年

図表3の右側のチャートでは、ESGのパフォーマンス寄与度を細分化しました。チャートは、ボトムアップのESG統合の手法が、運用パフォーマンスの改善に最も大きく貢献していることを示しています。ESG統合の手法は、ポートフォリオへの組み入れの可否の判断、確信度の向上、ポジション・サイズの設定において有益でした。パフォーマンスの悪化につながったのは、2022年に限られます。

次に、タバコ・セクターとエネルギー・セクターの大方の企業の除外が、長期的にアルファの創出に寄与していることが見て取れます。これと比べて、航空宇宙・防衛セクターの除外による影響は中立的でした。このようなESGに基づく除外方針のプラスの効果は、2017年から2020年にかけての現象で、ここ数年間はトレンドが変わったとも考えられます。特に2022年は、除外方針に起因して、ポートフォリオには機会費用が発生しました。その一部はエネルギー・セクターでしたが、ロシア・ウクライナ戦争が「追い風」となった航空宇宙・防衛銘柄でも見て取れます。

現状をどう見るか

興味深いことに、少なくとも現時点では、ESGは困難な時期にパフォーマンスのクッションとして機能するという従来の常識が、2022年になって覆されたと考えられます¹⁰。言うまでもなく、2018年やパンデミック危機発生当初のように、ESG銘柄が困難な株式市場において底堅さを発揮した例は数多く存在しますが、2022年は、ESG関連の人気銘柄が打撃を受け一方で、「罪悪セクター」が脚光を浴びるという、異例な年となりました。その意味において、長年にわたって躍進を続けたサステナブル投資は、足元で岐路に立たされているようです。

他の多くの構造的なトレンドと同じように、サステナブル投資は産みの苦しみを経験しています。2022年は、フリーランチが存在しないことを明確に思い知らされる年となりました。地政学要因は、金利の上昇や株価バリュエーションと同じように重要です。それでは、ESGには大規模な見直し作業が必要かという、そうとも言えません。ロベコによるデータ分析の結果は、ESG統合が長期的に超過収益を生み出してきたことを示しています。先ほども論じたように、サステナブル投資の構造的な裏付けが消滅したわけでないことは確かです¹¹。

⁹ 分析結果はオランダ籍のサステナブル・グローバル・スターズ N.V.ファンドのもの。ルクセンブルグ籍の CGF ファンドの場合、絶対パフォーマンスのトラックレコードはわずかに異なるものの、ESG のパフォーマンス寄与度は概ね同水準。

¹⁰ 「持続可能な現実、サステナブル・ファンドのリスク・リターン分析 ("Sustainable Reality, Analyzing Risk & Return of Sustainable Funds")」、モルガンスタンレー、2019 年。

¹¹ 「サステナブル投資は危機に瀕しているのか。結論を急ぐべきでない ("Sustainability investing under threat? Not so fast")」ロベコ、2022 年。

結論

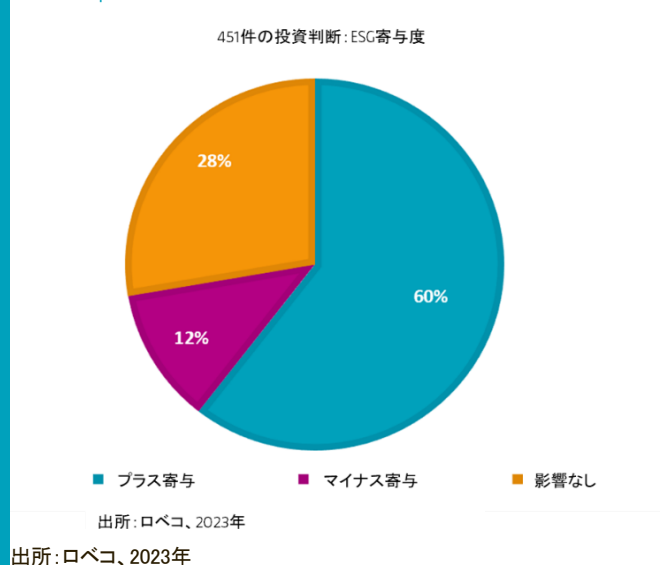
以前に公表したレポートにおいて議論したように(脚注11参照)、サステナブル投資は2022年にリセットされたものの、至って健在であると考えています。運用成績の悪化を受けて決別するのは時期尚早です。もっとも、次の段階に移行する必要性は明確に存在します。投資ポートフォリオにESGの視点を導入する際に、理想主義と現実主義の間で適切なバランスを見極めなければなりません。ESGとの向き合い方を再考する上で、将来を見据えたアプローチを採り入れ、ESGの経済的な重要性を考慮し、エンゲージメントの強化を図り、熟慮された除外方針を導入することが、極めて重要になります。資産運用会社だけでなく、資産保有者や規制当局においても、このような思考プロセスを採用する必要があります。

ロベコファンダメンタル株式チームでは、ESGのストーリーをもっともらしく語るだけでなく、運用パフォーマンスに実際に与える影響の計測を試みています。本レポートにおいて示したように、投資判断に一貫してESGを採り入れ、トラッキングする手法によって、投資ポートフォリオにおけるESGの重要性を概算することが可能になります。サステナブル・グローバル・スターズ株式チームが2017年から2022年の間に行った451件の投資判断では、ESGの寄与度が超過リターンの22%近くに達したことを、分析結果は示唆しています。すなわち、この期間の年率超過リターンである334bpのうち、ESG統合のアプローチによって75bp程度が説明可能と考えています。

ボックス1: 定量的分析: 451件の投資判断の詳細な分析

今回の分析では、サステナブル・グローバル・スターズ株式チームが2017年から2022年の間に行った451件の投資判断を対象としました。既存の投資判断に対する再評価と新たなリサーチ・アイデアに基づく新規投資の両方が含まれます。全体のうち、目標株価が上方修正されたのは60%、修正されなかったのは28%、下方修正されたのは12%でした(図表4参照)。サステナブル・グローバル・スターズ株式戦略の投資方針では、投下資本利益率(ROIC)が高く、フリーキャッシュフロー(FCF)の創出能力に優れ、堅固なサステナビリティ戦略を採用する企業を重視するため、ESGの魅力的な側面を反映する形で、目標株価には上方修正される傾向があります。

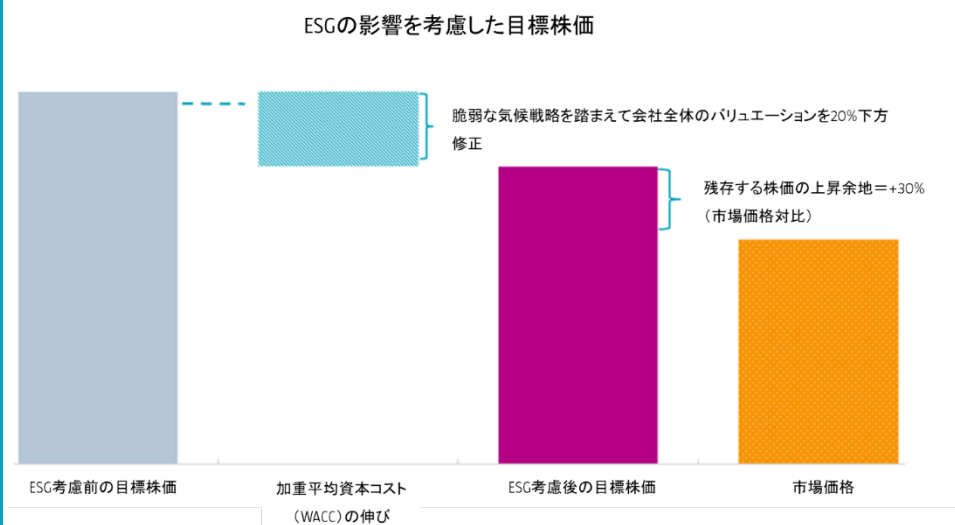
図表 4 | ESGの効果により目標株価は上方修正される傾向



目標株価の修正は固定化されたものではありません。エンゲージメントを通じて企業にサステナビリティへの取り組みの改善を求めることが、サステナブル・グローバル・スターズ株式戦略の重要な側面であり、ポートフォリオを構成する一部の企業に対してはESG評価を下方修正することもあります。もっとも、エンゲージメントが実を結んで改善が見られるようになれば、上方修正につながることもあります。例えば、証券取引所を運営するドイツ取引所の事例では、企業統治構造の改善を求めるエンゲージメントが成功した結果、下方修正から上方修正への変更につながりました。

ビジネスモデルに関連して、端的に言ってESG関連のリスクが機会よりも大きい企業も散見されます。だからと言って、そのような銘柄に投資できないわけではありませんが、難易度は上がります。ESG関連のリスクを考慮した上でも株価に上昇余地が十分存在し、厳格なESG要件(「ハードな」除外方針など)に抵触していないのであれば、投資の対象になりえます。そのような銘柄の例として、米国の専門の大手液化天然ガス(LNG)生産会社が挙げられます。LNGは再生可能エネルギーの普及拡大という観点からは低評価となりますが、石炭の代替という観点からは前向きな評価となります。結論として、同社の目標株価を20%下方修正しましたが、株価には依然として大きな上昇余地が残されました(図表5)。このため、ROICの伸びとFCFの創出能力の高さを念頭に、ポートフォリオに組み入れました。

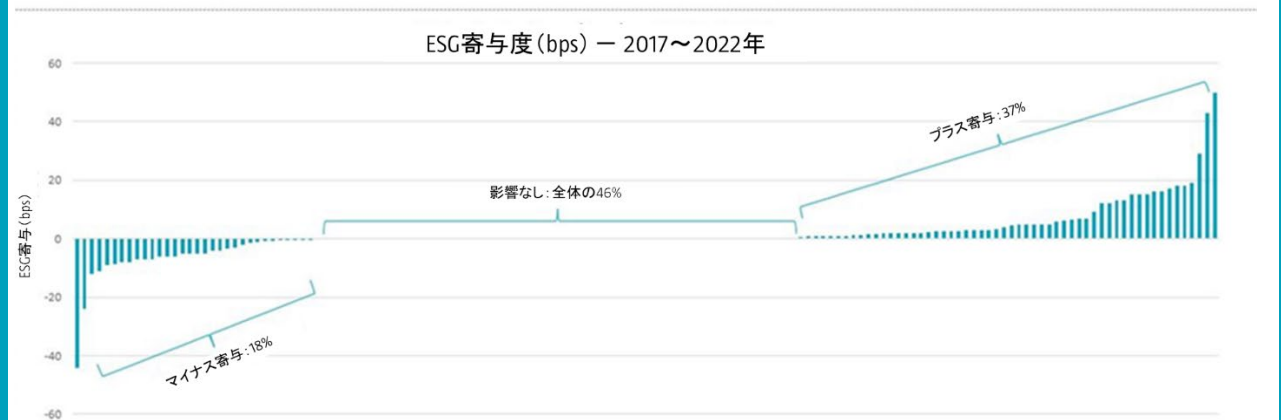
図表 5 | ESGが株価に与えるマイナスの影響例



出所:ロベコ、2022年

分析した451件の投資判断の中で、ポートフォリオに組み入れられたか、あるいはポートフォリオ外で全体の運用パフォーマンスに影響を与えた銘柄(ポートフォリオで非保有のベンチマーク・ウエイトの高い銘柄など)は、153件にとどまりました。153件の中で、パフォーマンスにプラスの影響を与えたのは約37%、マイナスの影響を与えたのは18%、影響がなかったのは46%でした(図表6)。

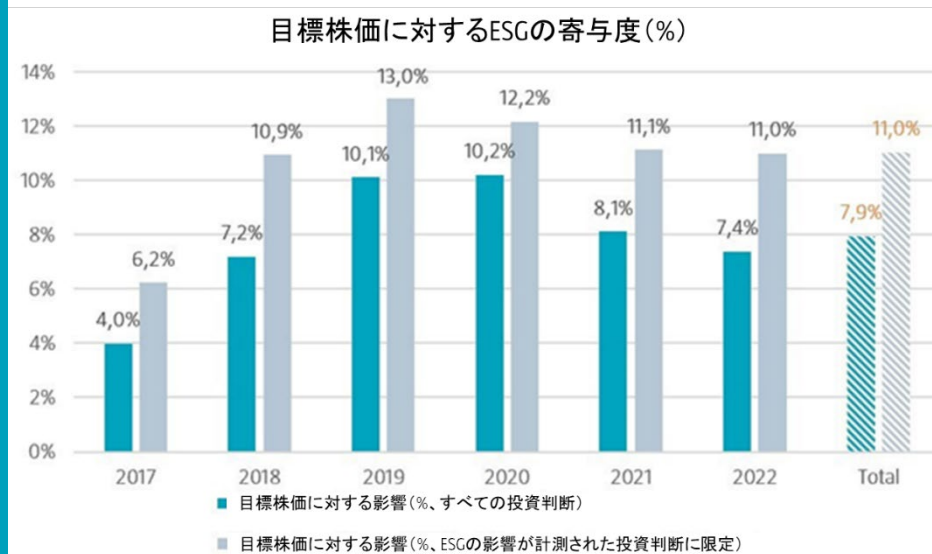
図表 6 | 運用パフォーマンスに対するESGの寄与度は平均的するとプラス



出所:ロベコ、2022年

全451件の投資判断(影響が計測されなかった28%を含む)において、目標株価に対するESGの寄与度は平均+7.9%でした(図表7)。これに対して、ESGの影響が計測された投資判断(全体の72%)に限定すると、重要なESG要因が平均目標株価に与える直接的な影響は+11.0%でした。

図表 7 | ESGの影響は平均すると目標株価の上方修正につながる



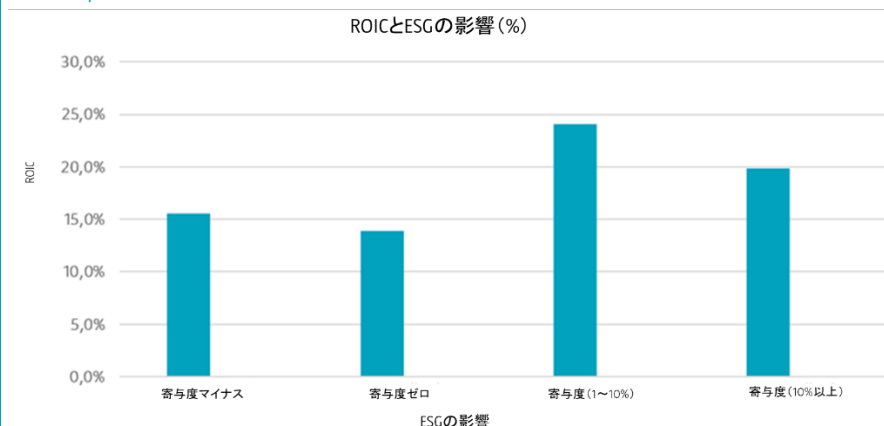
出所: ロベコ、2022年

投資判断において経済的に重要なESG要因を用いるため、「コーポレート・ガバナンス」や「製品の影響度」といったなじみ深いESGのテーマが上位を占める傾向があります。しかしここ最近では、「気候戦略」や「製品の質と安全性」といったテーマも、企業価値に影響を与える重要な要因となることが増えています。これらの要因は一般的な性質が強いいため、それぞれについて、分析対象セクターごとに若干異なる側面に注目することが重要になります。

例えば、石油ガス企業にとっては、座礁資産（法規制や市場環境の変化などの理由で、価値が大きく毀損する資産）関連の重大なリスクに直面しているかどうかにかかわらず、「気候戦略」はまさに会社の存続に関わる問題となります。また、産業ガスの生産企業にとっては、優れた気候戦略を備えることは、顧客による環境フットプリントの削減を支援することに他なりません。同じことが「製品の質と安全性」にも当てはまります。深刻な風評リスクを避けるために、消費財企業は高度な製品リコール手続きを備える必要があります。一方、米国のヘルスケア関連企業にとっては、提供したヘルスケア・サービスの質に基づく償還方式が新たに導入されたことを受けて、サービスの重要性がこれまで以上に高まっています。

最後に、ROICにおける「クオリティ」指標とESG関連の調整の水準の関係に注目すると、ESG要因が企業価値に対してプラスに作用する企業は、マイナスに作用する企業と比べて、平均的にROICが5～10%高いことが示唆されました（図表8）。ロベコが以前行ったりサーチでは、経済的重要性が高いESG要因が優れた企業は質が高い企業であることがうかがえます¹²。この結果は、株価予想に関する確度を高める上でESG関連の情報は有益であるという、ロベコの見解を裏付けるものです。

図表 8 | ROICとESGの寄与度にはわずかながら相関が存在



出所: ロベコ、2022年

¹² Zandbergen, M. 「2つの世界の衝突: ESG統合3年の実績から得られた知見 (“Two Worlds Colliding: Insights from Three Years of ESG Integration”)」
ロベコ・ホワイトペーパー、2017年

重要事項

当資料は情報提供を目的として、Robeco Institutional Asset Management B.V. ("RIAM")が作成した資料をロベコ・ジャパン株式会社が翻訳したものです。資料中の個別の金融商品の売買の勧誘や推奨等を目的とするものではありません。記載された情報は十分信頼できるものであると考えておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。意見や見通しはあくまで作成日におけるRIAMの判断に基づくものであり、今後予告なしに変更されることがあります。運用状況、市場動向、意見等は、過去の一時点あるいは過去の一定期間についてのものであり、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。また、記載された投資方針・戦略等は全ての投資家の皆様に適合するとは限りません。当資料は法律、税務、会計面での助言の提供を意図するものではありません。

ご契約に際しては、必要に応じ専門家にご相談の上、最終的なご判断はお客様ご自身でなさるようお願い致します。

運用を行う資産の評価額は、組入有価証券等の価格、金融市場の相場や金利等の変動、および組入有価証券の発行体の財務状況による信用力等の影響を受けて変動します。また、外貨建資産に投資する場合は為替変動の影響も受けます。運用によって生じた損益は、全て投資家の皆様に帰属します。したがって投資元本や一定の運用成果が保証されているものではなく、投資元本を上回る損失を被ることがあります。

弊社が行う金融商品取引業に係る手数料または報酬は、締結される契約の種類や契約資産額により異なるため、当資料において記載せず別途ご提示させて頂く場合があります。具体的な手数料または報酬の金額・計算方法につきましては弊社担当者へお問合せください。当資料及び記載されている情報、商品に関する権利は弊社またはRIAMに帰属します。したがって、弊社またはRIAMの書面による同意なくしてその全部もしくは一部を複製またはその他の方法で配布することはご遠慮ください。

商号等： ロベコ・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2780号 加入協会：一般社団法人 日本投資顧問業協会
