



## 【AB IQ】

## ESG分析の秘訣：企業の現場を良く知り、対話を深めること



2018年11月5日



クリス・マークス

アライアンス・バーンスタイン・エル・ピー  
株式運用 ポートフォリオ・マネジャー

エリン・ビグリー

アライアンス・バーンスタイン・エル・ピー  
債券運用 シニア・インベストメント・ストラテジスト

ポートフォリオの運用業務における環境・社会・企業統治(ESG)要因の重要性が高まるのにもとない、機関投資家は運用会社に対して多くの問いを投げかけている。運用チームを評価する際に注目すべき重要なポイントを明らかにするために、アライアンス・バーンスタイン(以下、「AB」)では実際にリサーチを行っているアナリストにヒヤリングを行った。

その中で、いくつかのテーマが浮かび上がった。第1に、企業が直面しているESG関連の問題を株式アナリストや債券アナリストが十分に評価するためには、その対象企業のふところに入り込み、自らの目で確かめる必要があるということだ。第2に、ESGの基準は急速に変化しており、アナリストはそうした変化が事業環境にどのよ

うな影響を及ぼし得るかを理解する必要があるということだ。そして第3は、企業によるESGへのさまざまな取り組みが世界各地の同業他社に対しどの程度進んでいて、どの程度有効であるのかを十分に把握するためには、地域やセクターを超えた幅広い視野が必要だということだ。

ESGについて評価するには、データや格付だけでは全容が分からない。企業の行動を十分に把握するには、独立したフィールドワークがカギを握る。したがって、機関投資家は、ポートフォリオ・マネジャーが企業経営陣と直接対話を持ち、企業のさまざまな施設を訪問し、一般の従業員とも話し、事業のエコシステムを十分に理解しているかどうかを確認する必要がある。

当資料は、アライアンス・バーンスタイン・エル・ピーのCONTEXTブログを日本語訳したものです。オリジナルの英語版はこちら。

<https://www.alliancebernstein.com/library/Up-Close-and-Personal-Secrets-of-ESG-Analysis>

本文中の見解はリサーチ、投資助言、売買推奨ではなく、必ずしもABポートフォリオ運用チームの見解とは限りません。本文中で言及した資産クラスの過去のパフォーマンスは将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。

当資料は、2018年9月24日現在の情報を基にアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーが作成したものをアライアンス・バーンスタイン株式会社が翻訳した資料であり、いかなる場合も当資料に記載されている情報は、投資助言としてみなされません。当資料は信用できると判断した情報をもとに作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また当資料の記載内容、データ等は作成時点のものであり、今後予告なしに変更することがあります。当資料で使用している指数等に係る著作権等の知的財産権、その他一切の権利は、当該指数等の開発元または公表元に帰属します。当資料中の個別の銘柄・企業については、あくまで説明のための例示であり、いかなる個別銘柄の売買等を推奨するものではありません。アライアンス・バーンスタインおよびABはアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーとその傘下の関連会社を含みます。アライアンス・バーンスタイン株式会社は、ABの日本拠点です。

## データを越えた要素に目を向ける

ESG分析に関する取り組みが広がるのに伴い、レポートに対する要求も拡大しており、発行体にスコアや格付を付与するためにデータの収集やモデル化を行うサービスが増えている。ABも外部のESGサービスを利用している。そうした業者はモデルの改良やデータ量の拡大といった努力を続けているものの、それらのツールは依然として不完全である。データだけでは全体像を把握できないケースが多く、データが不正確な場合もある。

例えば、最高経営責任者(CEO)の給与が極めて低いという理由で、経営陣の報酬に関して最高クラスの格付を得ている企業があった。しかし、元のデータを詳細に点検すると、当該CEOはその年の遅い時期に就任したため、年間給与の数字が異常に低くなっているだけであることが判明した。それは企業のガバナンスを不正確に反映しているデータだった。

そうした理由から、公表されている企業のESGレポートを見てボックスにマークを入れ、その企業の格付がBBBであるとかBBであるとか判断するだけでは不十分なのだ。運用会社はさまざまな要素を分解し、それを組み立て直し、その上で「この格付は正しいだろうか？ それはなぜだろう？」と検証する必要がある。そして機関投資家は、運用会社がそのために必要な深いファンダメンタル分析を行う能力を持っているかどうかを確認する必要がある。

ABは環境スコアが低かったある中国企業について、まさに上記のような問いかけをした。ABのアナリストはこの企業の施設をほとんど訪問しており、中国でも最新の設備を備え環境に配慮している企業であることを確認していた。経営陣と面談した結果、同社のサステナビリティに関するデータが中国語で提出されていることと、外部で利用されていた翻訳が不正確であることが判明した。ABは同社の経営陣に対し、環境に関する本当の姿勢を明確に示し、より正確な格付を得るためには、英語で情報を提出すべきであると提言した。

ESGに関する情報への需要が高まるにつれ、提供されるデータの量と質にばらつきが生じることは避けられない。巨大な多国籍企業は50ページに及ぶ年次サステナビリティ報告書を作成するために大規模なチームを投入できる。それに対し、小規模な地場企業は、たとえESGに関して大企業に劣っていないとしても、報告書の作成に大企業並みのリソースをつぎ込むことはできない。

非公開企業の銘柄が多い新興国の債券市場では、上場企業と比べデータの透明性が著しく劣りがちで、しかも外部のESGデータ・サービスも存在しないことが多い。

そのような場合、運用会社が企業やそのガバナンス構造を深く理解していることは、大きな優位性となる。

情報に関して債券投資家が直面しているもう1つの問題は「グリーン・ウォッシング」のリスクである。それは、証券が実際よりも環境に配慮しているように見えるよう、巧みに情報がパッケージされることを意味する。グリーン・ボンドという分類は一般的に自己申告によるため、どんな発行体でもその債券を「環境に優しい」ものだと売り込むことができる。しかし、その債券発行で調達した資金が使われるプロジェクトが本当に「グリーン」であるかどうかを検証するのは、債券購入者の責任である。例えば、マサチューセッツ州の某大学が2015年に発行したグリーン・ボンドを購入した投資家は、その資金が駐車場設置のための土地再開発に使われるとはおそらく知らなかったであろう。時には外部のコンサルタントによって、環境面で疑問のあるプロジェクトが「グリーン」であると認証されることもある。例えば、調達資金のごく一部が、環境にとってわずかに好ましい電球の設置に充てられるといったケースだ。プロジェクトに関する情報を詳細に分析せずにグリーン・ファンドに投資する機関投資家は、実際にはかなり「非グリーン」な債券に投資することになりかねない。

たとえ高いスコアの数字が正確だとしても、その企業のESG慣行に関する多くの側面が非常にあいまいなものであるという事実には変わらない。格付システムは、それがどれほど強力であろうが、どれほど細分化されていようが、企業のビジネスの全容を正確に把握することはできない。しかも、データは過去における企業の行動やパフォーマンスを評価するものとなりがちだ。ESG分析の世界は、常に均一の格付システムが適しているわけではない。適切な分析を行うには、情報を正しい文脈に沿って評価できる、知見に基づく人間の判断や包括的な理解しかないのだ。

## 動くゴールポスト

企業のESG評価をする際には、基本に立ち戻って始める必要がある。その企業は何らかのルールに違反したのだろうか？ 一般的な要求基準に関し、それを満たしていないのか、あるいはギリギリ満たしているだけなのか、それとも大幅に基準を上回っているのか？ しかし、固定的なESG指標を用いてそうした評価をしようとしても、ESGに関する世の中の基準は常に変化している。いわば、動くゴールポストとなっているのだ。現在受け入れられている慣行が明日も受け入れられるとは限らない。法規制やさまざまな規制、そして世論も常に変化を続けている。

アナリストの役割は、ESGの基準がどのように変化しつつあり、場合によっては、現在は容認されている行動が

将来的にリスクとなるかどうかを理解することにある。例えば、サブプライム・ローンの貸し手は極めて高い金利を課しながらも、法規そのものは全面的に遵守している可能性がある。しかし、その行為が社会的に有害だとする世論がいずれ高まる可能性がある。世論の反発を受ければ、その企業のビジネスや投資家は不利益を被ることになりかねない。

ESGへの取り組みに関し先進的な企業にとっては現在、問題はどのような措置やイニシアティブを取れば社会をより良くできるのか、そしてその行動はどのようにビジネスの見通しを改善し得るのかということになっている。ある中南米のマイクロファイナンス会社は、ESGの指標やモデルで良好なスコアを得ているものの、この問いには答えていないように見えた。そのため、ABのアナリストは直接同社のビジネスモデルを点検した。すると、低所得層が多くを占める同社の従業員や顧客向けの教育プログラムがビジネスモデルに含まれていることがわかった。そうした取り組みは社会全体に好ましい影響をもたらすばかりでなく、他の金融機関と比べ景気サイクルの影響を受けにくい、よりサステナブルなビジネスを作り上げることにもつながっていると評価することができた。

ESGへの取り組みに関し、現在は出遅れているが、改善の努力を続けている企業はどうだろうか？ 表面的なスコアに基づけば、一部の投資家はその企業を回避しようとするかもしれない。旧式の設備から排出される汚染が原因で環境格付が低かった東欧のある鉱山会社の例を見てみよう。ABのアナリストが現地を詳細に調査したところ、より環境に配慮した設備にアップグレードするために各部署が協力している様子が明らかになった。その2年後、同社の改善は広く認識され、格付も引き上げられた。その結果、ABがアップグレードとアウトパフォーマンスの関係に関する調査に基づいて予測していたように、同社の証券価格は大幅上昇した(『[ESG投資では投資では「劣等生」に注目してみよう](#)』ご参照)。

## ESGの成否は経営陣次第

コーポレート・ガバナンスには包括的な評価を要する側面がある。事業が順調な企業の経営陣は、従業員や地元コミュニティなどと良好な関係を築いていることが多く、また環境問題についても思慮深い対応をしている傾向がある。そうした企業では、問題がしっかりと認識され、プランが明確に定められ、効果的に執行されている。そしてその逆のケースもしばしば見受けられる。その企業や株主に損失をもたらしかねない深刻な問題に直面しても、その場しのぎの対応や問題の否認でやり過ごそうとする企業もある。

ガバナンスがうまく機能しているケースと機能していな

い対照的なケースを、2つの製紙会社の例で見てみよう。ABは企業戦略を理解し、実際の業務体制がそれに即したものになっているかどうかを確認するため、両社の経営陣とエンゲージメントを進めた。経営陣の上層部は、両社とも同じような戦略を描いていた。つまり、供給を需要と一致させ、利益を基準に管理職を評価し、ベスト・プラクティスの徹底により強い企業文化を育むということであった。

だが、それぞれの企業の施設を訪問し、現場の管理職に話を聞いてみると、状況は大きく異なっていることが分かった。最初の会社では、監督者は企業戦略を明確に理解し、自分たちの工場の役割や、ベスト・プラクティスをどのように他部署と共有しているかを説明してくれた。一方、次の会社では、工場の監督者は企業戦略に関与しておらず、自分たちの報酬が不良品の比率、生産量及び廃棄量といった指標に連動していると理解していた。彼らはまた、同じ会社であっても他の工場は大きく異なっているため、お互いから学ぼうとすることは理にかなっていないと述べた。その後、一方の会社は淘汰され、もう一方の会社は好調な業績を上げている。どちらがどちらであるかは想像に難くないだろう。

同業他社への聞き取りも、企業の経営陣に対するクロスチェックの重要な手掛かりとなり得る。同じ業界に属する企業はライバル会社に関する情報の共有をためらわないため、分析する側にとっては、潜在的な問題を把握し、経済的利益やコストに関し評価する上での基礎を与えてくれる可能性がある。アナリストが業界に強力なネットワークを持っていなければ、そうした情報を得るのはなかなか難しい。

## ESG分析には複数の視点が必要

ESGに関する問題の多くは、かなりセクター特有の性格を持っている。例えば、金融機関とメーカーでは、直面している問題が著しく異なる。また、地域や国によっても特性が異なるし、先進国市場であるのか新興国市場なのかというのも大きな違いだ。ジグソーパズルのピースを組み合わせて絵を完成させるには、複数のレンズを用いて見つめる必要がある。

さまざまな市場を広く見渡すグローバルな視点は、各国の企業を評価する大きなフレームワークを提供してくれる。米国には大手鉱山会社が2社あるが、両社とも世界中の全く異なる場所に事業拠点を構えているため、単純比較は難しい。一部のアナリストは、一方の企業が持つペルーにおける鉱山のリスクが高いと考えるかもしれないが、ABのアナリストが鉱業に関するグローバルな視点と、現地に関する知識を組み合わせて分析したところ、それとは逆の結論に達した。

ESGの観点で見た先進国と新興国の違いについても

考慮する必要がある。企業を評価する際に、一部のアナリストは適切なガバナンスに関する先進国の視点や想定を、全く異なる新興国のエコシステムに存在している企業に当てはめようとする傾向がある。これはその企業に関する評価を歪めかねず、不完全な結論につながる可能性がある。

例えば、先進国市場では株主が広く分布している企業の方が、一部の株主が過半数の株式を支配している企業と比べ、ガバナンスが良好だと一般的に認識されている。しかし、経済圏によって権力構造が大きく異なるため、例えば企業が困難に直面した場合には後者の方が企業の利益を守るために株主が力を発揮できるというメリットが生じる場合もあるかもしれない。

ビジネスを長期的な投資とみなしている一族が支配する老舗銀行は過度のリスクを避ける傾向があるため、安定的に高い株主資本利益率を維持できる可能性がある。それに対し、株主構成が拡散している銀行は目先の株価を気にするあまり、長期的なビジネスにとって好ましくない意思決定を下す可能性もある。つまり、ガバナンス構造の有効性については、偏見を持たないことが重要なのだ。

ESGを分析する際、株式投資家と債券投資家の視点が若干異なる可能性もある。どちらの投資家も、ESGへのエクスポージャーがもたらす潜在的なダウンサイド・リスクを重視している。しかし、株式ポートフォリオは、ESGに関する分析を潜在的な好材料の発掘に転用することもあり得る。例えば、テクノロジー企業が高成長を遂げている再生可能エネルギー市場に事業を拡大すれば、どれほど恩恵を受けることができるかといった分析である。

ガバナンスに関する分析では、その違いはもっと顕著になるかもしれない。株式投資家、債券投資家は共に

経営陣の評判やガバナンス原則に関心を持っている。しかし、債券投資は非公開企業が対象となるケースが多いため、透明性が低く、投資家は十分な情報入手するのに苦労することが多い。さらに、企業の経営陣は企業買収や自社株買いなどに関し、株主か債券保有者のどちらか一方に有利な行動をとる可能性があるため、ガバナンスに関する株式投資家と債券投資家の見解が異なることもあるのだ。

## 全体像を捉える

こうした知見は、主要金融センターのオフィスに陣取って外部ESGサービスの定量ツールやデータなどに依存するような運用会社では、多種多様なエコシステムの中で広範な地域にわたりビジネスを行っている企業のESGについて判断を下すのは極めて困難だという見方を裏付けている。こうした懸念は、ABが機関投資家から聞いたESGに関する多くの疑問に反映されている。

運用会社が企業のESG特性やトレンドを効果的に評価するには、アナリスト・チームが十分なカバレッジ範囲を持っていることや、個々のアナリストが足を使って現場レベルにも目を向けたファンダメンタル・リサーチをこなす能力を持っていることが必要となる。業種や国、リスクに関するあまりにも大ざっぱな想定は、不十分な結論や不適切な理解を招くリスクや、投資機会を逸する恐れがある。エコシステムを十分に理解し、経営陣との率直な意見交換を続け、現地の拠点を訪問し、一般の従業員と対話することがカギとなる。

ESGのパズルを構成する一個一個のピースや、それらのピースがそれぞれの企業にどのように当てはまるかを理解するには、こうした努力を重ねることが唯一の有効な方法であると、ABでは考えている。

## アライアンス・バーンスタイン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第303号

【加入協会】 一般社団法人投資信託協会／一般社団法人日本投資顧問業協会／日本証券業協会／  
一般社団法人第二種金融商品取引業協会

<https://www.alliancebernstein.co.jp>

### 当資料についての重要情報

当資料は、投資判断のご参考となる情報提供を目的としており勧誘を目的としたものではありません。特定の投資信託の取得をご希望の場合には、販売会社において投資信託説明書(交付目論見書)をお渡ししますので、必ず詳細をご確認のうえ、投資に関する最終決定はご自身で判断なさるようお願いいたします。以下の内容は、投資信託をお申込みされる際に、投資家の皆様に、ご確認いただきたい事項としてお知らせするものです。

#### ＋ 投資信託のリスクについて

アライアンス・バーンスタイン株式会社の設定・運用する投資信託は、株式・債券等の値動きのある金融商品等に投資します(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)ので、基準価額は変動し、投資元本を割り込むことがあります。したがって、元金が保証されているものではありません。投資信託の運用による損益は、全て投資者の皆様に帰属します。投資信託は預貯金と異なります。リスクの要因については、各投資信託が投資する金融商品等により異なりますので、お申込みにあたっては、各投資信託の投資信託説明書(交付目論見書)、契約締結前交付書面等をご覧ください。

#### ＋ お客様にご負担いただく費用:投資信託のご購入時や運用期間中には以下の費用がかかります

- ＋ 申込時に直接ご負担いただく費用…申込手数料 上限3.24%(税抜3.00%)です。
- ＋ 換金時に直接ご負担いただく費用…信託財産留保金 上限0.5%です。
- ＋ 保有期間に間接的にご負担いただく費用…信託報酬 上限2.0304%(税抜1.8800%)です。

その他費用…上記以外に保有期間に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書(交付目論見書)、契約締結前交付書面等でご確認ください。

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、アライアンス・バーンスタイン株式会社が運用する全ての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

### ご注意

アライアンス・バーンスタイン株式会社の運用戦略や商品は、値動きのある金融商品等を投資対象として運用を行いますので、運用ポートフォリオの運用実績は、組入れられた金融商品等の値動きの変化による影響を受けます。また、金融商品取引業者等と取引を行うため、その業務または財産の状況の変化による影響も受けます。デリバティブ取引を行う場合は、これらの影響により保証金を超過する損失が発生する可能性があります。資産の価値の減少を含むリスクはお客様に帰属します。したがって、元金および利回りのいずれも保証されているものではありません。運用戦略や商品によって投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なります。また、ご投資に伴う運用報酬や保有期間中に間接的にご負担いただく費用、その他費用等及びその合計額も異なりますので、その金額をあらかじめ表示することができません。