

## ESGと持続可能な競争優位性

アクティブ・ファンダメンタル・エクイティ | グローバル・オポチュニティ株式運用チーム | インベストメント・インサイト | 2017年

我々はディスラプティブ・チェンジ（革新的変化）、財務健全性、そしてESG（環境（Environmental）・社会（Social）・企業統治（Governance））の観点から、企業の競争優位性が持続可能かどうかを総合的に検証します。それにより、企業の成長を通じて高いリターンをもたらす可能性のある投資機会を発掘できると考えます。

筆者



KRISTIAN HEUGH

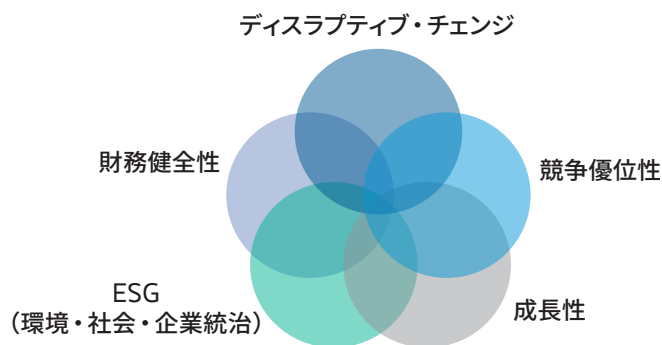
マネージング・ディレクター  
グローバル・オポチュニティ  
株式運用チーム所属



MARC FOX

エグゼクティブ・ディレクター  
グローバル・オポチュニティ  
株式運用チーム所属

図表1  
企業のクオリティ評価



グローバル・オポチュニティ株式運用チームは2006年に投資を開始して以降、進化と革新を続けてきました。この間、一貫してESGを念頭に置き、持続可能な競争優位性とディスラプティブ・チェンジが及ぼす影響に焦点を当て、投資機会を探ってきました（図表1）。そしてこのたび、お客様のESGに対する関心が高まっていることを踏まえ、すべてのオポチュニティ株式運用戦略の運用プロセスにESGの要素を組み入れることを正式決定しました。

### 重要ポイント

ESGは企業のクオリティを評価する上で不可欠な要素であり、したがって運用プロセスにおいて極めて重要な役割を果たすと考えます。

ESG分析では、企業が長年にわたり競争優位性を維持するために欠かせないと考えられる分野に着目します。

ESG要素は投資判断の一部とすべきであり、併せてバリュエーション、持続可能性、ファンダメンタルズ・リスクに関して全てのポートフォリオ保有銘柄に対して考察を行います。

## 何故ESGに注目するのか。ESGはクオリティの一要素である

我々の投資哲学はシンプルです。すなわち、ウォーレン・バフェット氏の投資理念を成長企業への投資に適用するということです<sup>1</sup>。クオリティの高い企業への投資において、想定される当該銘柄の理論価格に対して時価が十分割安である時のみ投資することを徹底することが、最良な投資機会を獲得できるとともに顧客のリスクを抑制する最善の方法だと考えます。なお、クオリティの高い企業とは「競争優位性と価値創出につながる長期的な成長性を有する企業」であると、厳格に定義しています。

ESGは企業のクオリティを評価する上で欠かせない要素だと考えます。我々は長期投資家として、投資先企業を徹底的に理解することを目指しています。運用プロセスにおけるボトムアップ・アプローチでは、対象企業に対して数カ月にわたる厳密な精査を行います。企業の経営陣や競合他社、取引先等取材し、事業ファンダメンタルズについて掘り下げた分析を行います。企業のクオリティに関する投資シナリオを構築するにあたっては、鍵となる以下の3つの質問<sup>2</sup>を投げかけ、競争優位性が持続するかどうか、そしてそれが企業の成長を通してどのような形でリターンに結びつくかを判断します。

- 当該企業はディスラプティブ・チェンジの担い手か、あるいはディスラプティブ・チェンジにおける負け組か。
- 当該企業は強固な財務体質を有しているか。具体的には、投下資本利益率、売上利益率が高く、現金回収サイクルが良好で、資本集約度およびレバレッジが低い。
- 当該企業が考慮に入っていない環境面・社会面での外部要因が存在するか。あるいは、投資シナリオを変化させる可能性がある企業統治もしくは会計上のリスクが存在するか。

図表2

### ESGリスク・イベント発生後、1年で株価は大きく下落

ESGリスク・イベント	発生日	1年後の株価騰落率 (%)
エネルギー企業の会計スキャンダル	2001/8/14	-99.6
電気通信サービス企業の会計スキャンダル	2002/3/11	-98.6
アップー・ビッグ・ブランチ炭鉱の爆発事故	2010/4/5	-52.7
ディーブウォーター・ホライズン原油流出事故	2010/4/20	-28.2
自動車用エアバッグのリコール	2014/1/21	-53.5
医薬品企業の会計スキャンダル	2015/8/5	-91.5
自動車排ガス・スキャンダル	2015/9/20	-26.4
<b>1年後の株主の平均損失</b>		<b>-64.4</b>

出所：Bloomberg データは2016年11月30日現在。過去のパフォーマンスは将来の運用成果等を保証するものではありません。

**ESG要素は投資のリスクとリターンに大きな影響を及ぼし得る**：事業は真空状態の中で営まれるわけではありません。国境を超えた取引に依存するグローバル経済にあって、サプライ・チェーンが複雑化し、多様な労働力が世界中を移動する環境の中で、企業は気候変動、水不足、汚染などの環境問題は言うに及ばず、製品の安全性や人権、労働問題、操業地域の規制当局やコミュニティとの関係といった社会的な要因への対処をより一層迫られています。こうした流れの中で、ESGは企業の競争上の位置づけに直接影響を及ぼす可能性があります。したがって今日の経済においては、環境・社会問題を管理することは、競争優位性を維持するための一環であると言えます。

**ESGに関わるコストが、企業価値に十分に織り込まれていない可能性**：企業が環境・社会問題にかかわるコストを操業地域のコミュニティに負わせる（外部化）ならば、当該企業はそのコストを担っていないという理由から、自ずと過剰な利益を計上することになります。そうした過剰利益が修正され、環境・社会コストが企業の損益計算書に反映（内部化）される時、投資家はその代償を支払わされるリスクがあります。

**ESGリスク・イベントは、投資パフォーマンスの顕著な悪化を招いてきた**：近年、ESGリスク・イベントが起きますと、株主は大幅な損失を余儀なくされます（図表2）。原油流出、鉱山爆発などの事故や、安全性に問題のある製品が環境・社会に与えるネガティブな影響は致命的なものになり得るとともに、株主も甚大なコストを負う恐れがあります。加えて、企業統治の不備や不適切な会計管理は、持続的な競争優位性を持ち、長期的な成長見通しを有する偉大なビジネスの成功さえも、危うくしかねません。投資先企業がこのような状況に陥ることを回避するため、絶対的な手段はありませんが、ESG分析を運用プロセスに組み込むことによってリスクを低減し、受託者責任を果たすことができると考えます。

### 重要性を増すESG

香港拠点に在籍するグローバル・オポチュニティ株式運用チームは、グローバル、米国を除くグローバル、日本を除くアジアを投資対象地域とするオポチュニティ株式運用戦略を提供しています。さらに、同運用チームはコーポレート・ガバナンス・チームのサポートを受けています。コーポレート・ガバナンス・チームは、モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント

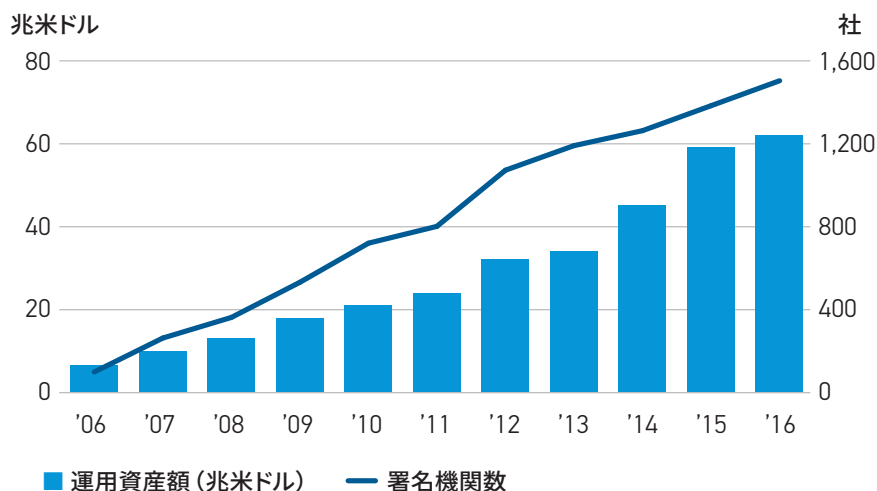
<sup>1</sup> 運用チームはウォーレン・バフェット氏と同様の投資理念を適用しますが、運用チームがウォーレン・バフェット氏のポートフォリオと同様の運用成果を達成することを表明するものではありません。

<sup>2</sup> 通常の市場環境において運用チームが一般に適用する運用プロセスを提示しています。

<sup>3</sup> モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント（MSIM）における長期インセンティブ・コンペンセーション・プログラムでは、グローバル・オポチュニティ株式運用チームに所属する運用担当者は、その報酬の多くの割合を、同チームの運用戦略に投資することが求められています。

**図表3**  
責任投資原則 (PRI) 署名機関は増加

署名機関数と運用資産額



出所：責任投資原則 (PRI) データは2016年4月30日現在。

算出方法：運用資産 (AUM) 合計額は公表AUMと各年の4月末までに署名した新規署名機関が登録用紙に記載したAUMを含みます。過去3年間の合計AUMは、親会社と同様に署名を行っている子会社の公表AUMとの二重計算と、署名機関が運用する外部資産を除きます。それ以前の年のAUMは二重計算を一部含みます。

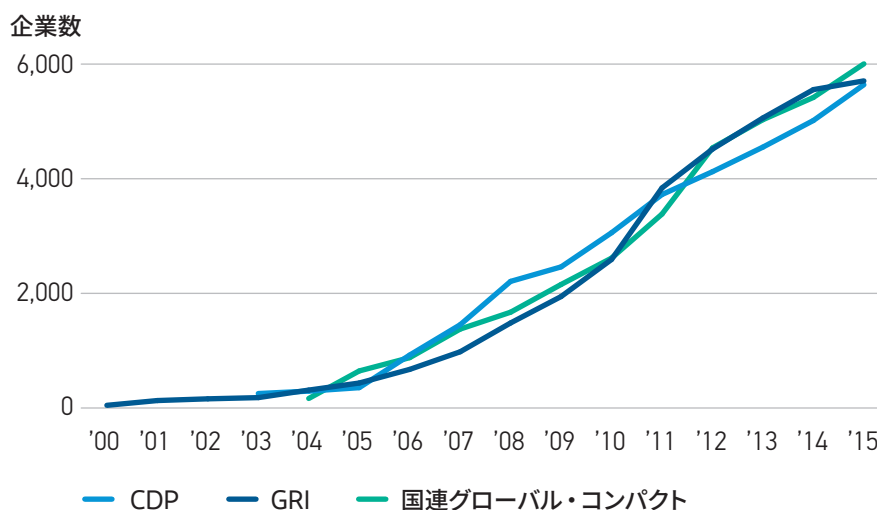
2006年および2014～2016年のアセット・オーナーのAUMは公表情報に基づきます。2007～2013年のアセット・オーナーのAUMは、2014年のアセット・オーナーのAUMデータ、2015年からのOECD年金市場フォーカス・レポートに基づく2007～2013年の成長率、およびPRI署名機関の署名データに基づいて算出した推定値です。2013～2016年のアセット・オーナーのAUMは内部および外部運用資産を含みます。

(MSIM) の各運用チームの議決権行使、株主エンゲージメント、ESG<sup>4</sup>関連事項をサポートする専門家で構成されています。

MSIMは責任投資原則 (PRI)<sup>5</sup>に2013年10月に署名しました<sup>6</sup>。PRIは、「ESG要素を体系的・明示的に投資分析と投資判断に組み入れるための枠組みを提供する」<sup>7</sup>ことを目的として国際連合 (UN) が呼び掛け、機関投資家、資産運用業界、および市民社会の専門家の参加を得て起草、2006年に公表されました。その後10年間で、PRIへの署名機関数は20倍に増加し、1,500機関に達しました。これらの署名機関の合計資産は62兆米ドルに上っています (図表3)。

持続可能性がいかに事業運営に影響を及ぼすのかという疑問の高まりに答えるべく、多数の企業が持続可能性およびCSR (企業の社会的責任) プログラムを実施し、ESG基準に関する自発的な取り組みに参加、報告を行っています。例えば、国連は2000年にグローバル・コンパクトを導入し、人権、労働問題、環境、腐敗防止に関わる原則を順守するよう、企業に求めました。

**図表4**  
サステナビリティ・レポート (持続可能性報告書) の発行企業は増加



出所：カーボン・ディスクロージャー・プロジェクト (CDP)、グローバル・レポーティング・イニシアティブ (GRI)、国連グローバル・コンパクト データは2016年11月30日現在。

<sup>4</sup> モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント “Our Approach on Environmental, Social, and Governance Factors” (2016年5月)

<sup>5</sup> “Principles for Responsible Investment, The Six Principles” は以下のサイトから入手可能： <https://www.unpri.org/about/the-six-principles>。6つの原則：1. 私たちは投資分析と意思決定のプロセスにESG要素を組み入れます。2. 私たちは積極的な株主所有者になり、所有方針と所有習慣にESG要素を組み入れます。3. 私たちは、投資対象企業に対してESG課題についての適切な開示を求めます。4. 私たちは、資産運用業界において本原則が受け入れられ、実行に移されるように働きかけを行います。5. 私たちは、本原則を実行する際の効果を高めるために協働します。6. 私たちは、本原則の実行に関する活動状況や進捗状況に関して報告を行います。

<sup>6</sup> “PRI, Reporting Framework” (2016年11月)。本報告書に提示されている情報は、署名機関の直接報告に基づいています。PRIは本情報を監査していません。PRIは情報の正確性、過誤、脱漏についていかなる表明も保証もしていません。

<sup>7</sup> “PRI, A Practical Guide To ESG Integration For Equity Investing” (2016年9月)



企業によるサステナビリティ・レポート（持続可能性報告書）の基準が未だ整備されていない中、カーボン・ディスクロージャー・プロジェクト（CDP）<sup>8</sup>や、グローバル・リポーティング・イニシアティブ（GRI）<sup>9</sup>を含めて、今では6,000社近い企業が自発的報告の枠組みに基づき、毎年進捗状況を公表しています（図表4）。今や市場ではESGに関わる膨大なデータが蓄積されており、それらのデータが運用プロセスに組み入れられ、投資判断を下す一助となっています。

## ESG分析

我々のESG分析は、企業が競争優位性を長期にわたって維持できるかどうかに焦点を当てています。クオリティ評価において、ESG分析の対象としているのは次の分野です。

**環境：**環境への負荷を抑制し、外部に与える影響を最小にすることが効率的な事業運営において極めて重要です。エネルギー、水、およびその他の資源の消費を削減すると同時に、二酸化炭素や廃棄物、汚染物質の排出を最小限に抑えることが、コストを引き下げ、リスクを最小化して、収益性を改善することにつながると言えるでしょう。

**消費者：**製品の安全性を保証し、消費者の好みに対応し、博愛的努力をもって地域社会に投資することにより、企業は社会的な評価を守ることができます。

**雇用：**高度なスキルを有する人的資本が不足している今、優秀な人材を引き付け、確保することは極めて重要です。職場において従業員の報酬や能力開発、健康状態、雇用の安全性などについて相互理解を深めることは、企業とその最大の資産である従業員との良好な関係を維持する上で不可欠です。

**取引先：**事業運営の効率的な管理と定期的な取引先の監査を通じてサプライ・チェーンの継続性を確保することは、相互に結び

つきを強める世界において、ますます重要性を増しています。

**規制当局：**規制や法律の変更が影響し、投資シナリオの修正が必要となることもあります。

**コーポレート・ガバナンス：**我々の分析では、経営陣の報酬、資本配分、取締役会の独立性と経営への関与の度合い、会計の透明性に焦点を当てます。具体的には、最高経営責任者の目標を含む経営陣の報酬体系や、全体的な雇用基盤、株式報酬のコストについて評価します。また、配当や自社株買いを含む資本配分の履歴についての検証や、投資が高い投下資本利益率（ROIC）をもたらしてきたか、あるいは適切な買収を実施してきたかなどについても分析を行います。さらに、アグレッシブな会計処理が行われている兆候がある企業への投資は避けます。例えば、取引先や顧客、関連会社などの関係者リスクや、規律の低下を示す情報開示などが、そうした兆候として挙げられます。最後に、我々は取締役会が経験豊かで毎年十分な情報開示を行うとともに、株主の利益を守るという強い意志を持ち、独立性を保ちつつ経営へ積極的な関与を行うことを高く評価します。

相対的に透明性が低く、法規制や企業統治基準が先進国ほど厳格でない新興国企業のデュー・デリジェンスについては、さらなる段階を踏みます。すなわち、新興国の潜在的な投資先企業すべてについて、経営実態や取締役会の背景調査、株式持ち合い、裁判・税務関係資料や現地語による報道を含む完全なデュー・デリジェンス・レポートを費用をかけて入手することによって、腐敗、政情不安、企業統治、会計に関わるリスクを精査し、投資先のリスクの全貌を確実に把握できるようにします。

これは包括的なリストではありませんし、ナノテクノロジーや遺伝子組換え生物などの新たな分野におけるESGリスクの定量的評価は困難なことも認識しています。我々は

常に法規制の地域差やデータの一貫性の欠如という課題に直面しています。労働力の多様性や、労働や人権などについての問題は、国や地域によって異なる意味や文脈を持ちます。これらの問題について、すべての回答を見つけ出せると主張するつもりはありません。しかしながら、我々にとって重要なことは、運用プロセス上、ESG要素分析が、いかに重要であるかを明確に示すことです。

明確にしておきたいのは、ESGインテグレーション（ESG要素を組み込む運用手法）を、社会的責任投資（SRI）と混同してはならないことです。SRIの起源は、倫理的価値観に沿って投資を行う宗教的組織に遡ります<sup>10</sup>。例としてSRI戦略は、ゲームやたばこなどの「罪」とされる産業に関与する企業や、奴隷売買や人種差別など人権侵害に加担する企業を投資対象から除くために、ネガティブ・スクリーニングを行います。また、ESG分析を運用プロセスに組み入れていることは、環境技術に関連した「グリーン投資」に焦点を当てるテーマ型アプローチや、貧困の緩和など社会価値に重点を置く「インパクト投資」とも異なります。運用プロセスにESG関連の潜在的なリスクと機会を組み入れることは、受託者としての責務に沿って、長期にわたり投資資金の管理運用を行うことを保証するという意味を持ちます。

## ESG要素は投資判断に影響

我々は、バリュエーション、持続可能性、ファンダメンタルズ・リスクに関してポートフォリオ保有全銘柄に対して考察を行います。ボトムアップ投資家として、ベンチマークに対してトップダウンのESGポジティブ／ネガティブ・スクリーンを当てはめることはしません。また、業界他社との比較に基づいて順位づけした第三者のESGスコアカードを利用することはありません。言い換えれば、ESGは単独で投資シナリオの主要な牽引役となるのではなく、クオリティを評価するための一要素なのです。これまでに、分析

<sup>8</sup> カーボン・ディスクロージャー・プロジェクト（CDP）、グローバル気候変動報告書（2015年9月）

<sup>9</sup> グローバル・リポーティング・イニシアティブ（GRI）、サステナブル・ディスクロージャー・データベース（2016年）

<sup>10</sup> 持続可能性および責任投資フォーラム、SRI ベーシックス

により投資シナリオの悪化につながるESGリスクが明らかになったため、当該企業の証券を売却した（もしくは投資をしないとの判断を下した）事例があります。以下はその例となります。

- コーポレート・ガバナンスへの懸念と、会計上の透明性の欠如を踏まえて、アジアのインフラ企業のポジションを売却しました。我々は年次報告書に記載されていた、ある関連会社との取引における利益の認識に関し、経営陣に同意しない旨の監査人による注記に着目しました。詳細な分析の結果、アグレッシブな会計処理が事業ファンダメンタルズの悪化を覆い隠している可能性が高いとの結論に達しました。その後、数名のセルサイド・アナリストがこのシナリオにスポットライトを当て、当該新興市場では適切なデュー・デリジェンスが欠如していることや、企業統治に対する関心が不十分なことを浮き彫りにしました。
- アジアの小売企業の経営実態と取締役会、株主構成に対してデュー・デリジェンスを行った結果、当該企業が経営者一族の資産を購入したことが判明しました。企業統治体制が危惧されたため、この企業への投資は行わないとの決断を下しました。
- 欧州の消費財メーカーについて、競争優位性が持続可能ではないとの判断に基づき、ポジションを売却しました。理由としては、たばこ製品に関わるヘルスケア・コストを外部化することによって過剰な収益を計上する一方、販売数量の減少を埋め合わせるため、成長を単価の引き上げに依存せざるを得ない状況に陥っていると考えられたためです。
- 米国の化石燃料会社への投資を行わないと判断しました。環境規制上のリスクの増大と、太陽光発電および蓄電技術の進歩に伴うコスト低下という、ディスラプティブ・チェンジの影響が懸念されたためです。

## 長期保有が前提

我々は、長期的に勝者となると思われるビッグ・アイデア銘柄の保有を目指しています。長期保有を前提に投資することにより、極めて強い確信度を持つ銘柄に投資資金を集中することができます。通常の保有期間は3～5年です。長期的な時間軸で見れば、時間の経過とともにESGリスクが顕在化し、外部性が株価に織り込まれる可能性が高いと考えられます。このため、我々は運用プロセスの刷新や進化のためのたゆまぬ努力を続けるとともに、投資分析の一部としてESG要素を組み込むことにより、顧客ポートフォリオのリスク・リターン特性を改善することが可能だと考えています。

### オポチュニティ株式運用戦略について

MSIMグローバル・オポチュニティ株式運用チームは、様々な地域、業種、時価総額の銘柄に投資を行う、独自の集中ポートフォリオを運用しています。オポチュニティ株式運用戦略は、Kristian Heughが運用責任を担っており、グローバル、米国を除くグローバル、日本を除くアジア・ベースで提供しています。同戦略では、購入時点で運用チームが割安だと判断したクオリティの高い銘柄に投資することにより、長期的なキャピタル・ゲインの獲得を目指します。

我々の運用プロセスは、ディスラプティブ・チェンジ、財務健全性、ESGに基づく持続可能性に関する分析と、成長を通じてリターンを生み出す原動力となり得る競争優位性についてのファンダメンタルズ分析とを組み合わせたものです。

ポートフォリオは極めて強い確信度を持つ銘柄に集中投資します。通常、ポートフォリオは30～45銘柄で構成され、上位10銘柄で通常ポートフォリオの50%を占めます。この結果、ポートフォリオはベンチマークから大きく乖離することとなり、アクティブ・シェアは総じて90%以上、トラッキング・エラーは5～10%のレンジとなります。

本書は、グローバル・オポチュニティ株式運用チームが作成したレポートをモルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント株式会社が翻訳したものです。本書と原文（英語版）の内容に相違がある場合には原文が優先します。本書はグローバル・オポチュニティ株式運用戦略に関する情報提供を目的として作成したものであり、法令に基づく開示資料ではありません。本書は信頼できると判断した情報を元に、十分な注意を払い作成しておりますが、その正確性や完全性をお約束するものではありません。本書の内容は作成時点のものであり、将来予告なく変更されることがあります。本書中のグラフ、数値等は過去のものであり、将来の運用成果等を示唆あるいは保証するものではありません。また、特定の銘柄及び市場等全般の推奨や価格の上昇又は下落を示唆するものではありません。

当社の事前の許可無く、本書を第三者へ交付することはご遠慮下さい。

#### 重要事項

本書は、当社の投資一任契約および投資顧問契約に関する業務に関連して提供されるものであり、特定の金融商品の取引や申込みの推奨や勧誘を目的とするものではありません。また、当社は、当運用戦略によって運用されている金融商品の取引や申込みの推奨や勧誘を行うものではありません。

##### 1. 投資一任契約の概要

投資一任契約は、お客様の資産の運用に関し、お客様があらかじめ運用の基本方針を定めた上で、有価証券の価値等の分析に基づく投資判断のすべてを当社に一任し、当社がこれをお引き受けするものです。お客様は投資を行うのに必要な権限を当社に委任し、当社は委任された権限を行使するにあたっては、当社の投資判断に基づきこれを行い、お客様は個別の指示を行わないものとします。

##### 2. 元本損失が生ずることとなるおそれ

受託資産の運用には、受託資産に組入れられた株式その他の有価証券等の価格変動リスク、株式その他の有価証券等の発行体の信用リスク及び株式その他の有価証券等を売却あるいは取得する際に市場に十分な需要や供給がないため、十分な流動性の下で取引を行えない、または取引が不可能となる流動性リスク

等による影響を受けます。また、外貨建て資産に投資するため為替変動リスクの影響を受けます。受託資産の運用による損益はすべてお客様に帰属し、元本が保証されているものではなく、元本損失が生ずることとなるおそれがあります。

##### 3. 投資一任契約締結に際しての留意事項

受託資産の運用は、個別の受託資産ごとに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ので、投資一任契約を締結する際には、契約締結前交付書面をよくご覧ください。

##### 4. 受託資産の運用に係る費用について

投資顧問契約及び投資一任契約に係る投資顧問報酬として、契約資産額に対して年率2.16%（税込）を上限とする料率を乗じた金額が契約期間に応じてかかります。また、一部の戦略では、前記の報酬に加えて成功報酬がかかる場合があります。その他の費用として、組み入れ有価証券の売買手数料、先物・オプション取引に要する費用、有価証券の保管費用等を間接的にご負担いただく場合があります。これらの手数料等は契約内容、契約資産の額、運用状況等により異なる為、事前に料率、上限額等を示すことができません。

#### リスクについて

当運用戦略は主に海外の有価証券等を投資対象とするため、当該有価証券の価格の下落により投資元本を割り込むことがあります。また、外貨建ての資産は為替変動による影響も受けます。従ってお客様の投資元本は保証されているものではなく、運用の結果生じた利益及び損失はすべてお客様に帰属します。投資する可能性のある金融商品等には、価格変動リスク、信用リスク、流動性リスク、為替変動リスク、デリバティブ取引に伴うリスク、カントリーリスク等のリスクを伴います。

#### モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第410号

一般社団法人投資信託協会会員、一般社団法人日本投資顧問業協会会員

一般社団法人第二種金融商品取引業協会会員

ウェブサイトをリニューアルしました  
[www.morganstanley.co.jp/im](http://www.morganstanley.co.jp/im)