日興リサーチセンター
SMBC日興証券グループ

Research Report
2016 年 7 月

米国の ESG インテグレーション

社会システム研究所
主任研究員
中嶋　幹

要　約

本レポートは、2015 年 11 月に米国の機関投資家（運用機関、アセットオーナー）に対して行ったヒアリング調査のうち、運用機関の ESG インテグレーションに関する調査結果をまとめたものである。このヒアリング調査は、2014 年、2015 年に実施した欧州の機関投資家に対する調査（寺山・杉浦, 2014; 寺山・杉浦, 2016）に続き、米国の機関投資家の ESG インテグレーション及びシェアホルダー・エンゲージメントに関する調査として実施された。

ヒアリング調査の結果、以下の知見が明らかとなった。第一に、ジャッジメンタル運用機関のアプローチについてみると、メインストリーム運用機関においては、主として銘柄選択プロセスにおいて ESG が組み入れられる一方、ESG 特化型運用機関においては銘柄選定プロセスだけでなく、投資ユニバースや運用ルールに ESG が反映される傾向がみられる。ただし、何れの運用機関においても、長期的なパフォーマンスを向上させるために、ESG を組み入れる点が共通する。第二に、クオンツ運用機関の ESG インテグレーションは、あくまで株式パフォーマンスを説明するファクターの 1 つとして考慮される。従って、どのような ESG の要素が考慮されるかは、運用モデルによって異なる。以上の調査結果は、米国の ESG インテグレーションは、伝統的な運用手法で用いられる投資ファクターと同様に組み入れられているという点で、違和感ないものといえよう。

目次

1. はじめに
2. 投資プロセスへの ESG 組み入れの現状
 2.1 株式ポートフォリオ構築プロセスにおける ESG の組入方法
 2.2 メインストリーム運用機関の ESG 組入方法
 2.3 ESG 特化型運用機関の ESG 組入方法
 2.4 クオンツ運用機関の ESG 組入方法
3. まとめ

本資料は、信頼性の高いデータから作成されておりますが、当社はその正確性・確実性に関し、いかなる保証をするものではございません。本資料は、情報提供を目的としており、投資勧誘を目的としたものではございません。証券投資に関する最終判断は、投資家ご自身の判断でなさるようにお願いいたします。本資料の著作権は当社に帰属し、本資料の転用および販売は固く禁じられております。

1. はじめに

本レポートでは、2015 年 11 月に米国の機関投資家（運用機関、アセットオーナー）に対して行ったヒアリング調査結果を報告する（図表 1）。このヒアリング調査は、2014 年、2015 年に実施した欧州の機関投資家に対する調査（寺山・杉浦, 2014; 寺山・杉浦, 2016）に続き、米国の機関投資家の ESG インテグレーション及びシェアホルダー・エンゲージメントに関する調査を行ったものである。このうち、本レポートでは、ジャッジメンタル運用のうちメインストリーム運用機関 3 社、ESG 特化型運用機関 2 社、クオンツ運用を行うクオンツ運用機関 2 社の運用機関の ESG インテグレーションに関するヒアリング調査結果についてまとめる[1]。

わが国の株式市場においては、欧米の機関投資家の存在感が高まっていることは周知の事実である。また、近年は、ガバナンスを始めとする ESG の取り組みが注目されていることから、欧州に続き米国の機関投資家の ESG に対するアプローチを理解することは、本邦機関投資家や一般事業会社にとって有益な示唆となろう。

図表 1　ヒアリング調査対象機関

1．運用機関
(1) ジャッジメンタル運用
①メインストリーム運用機関
Eaton Vance（3,151[b]）、Neuberger Berman（2,430[b]）、MFS（4,276[a]）
②ESG 特化型運用機関
Boston Common（21[d]）、Pax World（36[c]）
(2) クオンツ運用
①クオンツ運用機関
Acadian（690[b]）、Quotient Investors（5[d]）
2．アセットオーナー
CalPERS（2,899[b]）、CalSTRS（1,888[a]）

注：括弧内は運用資産額（億ドル）
（a：2016 年 4 月末、b：2016 年 3 月末、c：2015 年 12 月末、d：2014 年 12 月末）
（出所）各社 HP 公開資料及び RI Transparency Report 2014/2015

2. 投資プロセスへの ESG 組み入れの現状

2.1 株式ポートフォリオ構築プロセスにおける ESG の組入方法

株式ポートフォリオの構築プロセスにおいて、ESG の組入方法は、スクリーニングとインテグレーションに大別される（図表 2）。このうち、スクリーニングは、投資ユニバースを決定する際に適用される。一般に、投資ユニバースは、運用機関がターゲットとする投資対象国・地域における投資可能銘柄の中

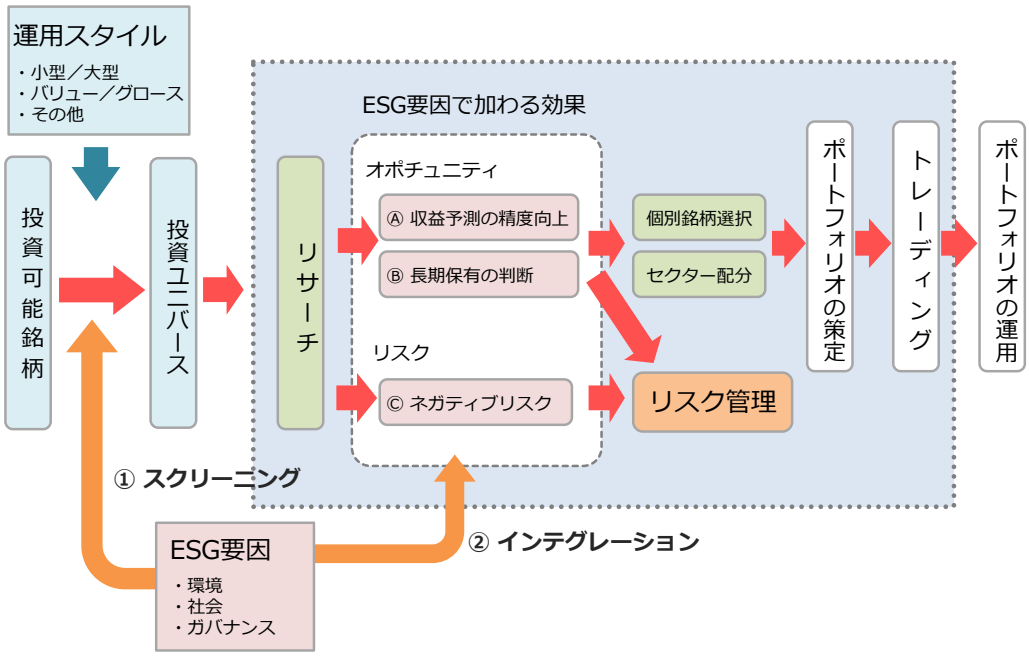
[1] なお、アセットオーナーについては、インハウスによるアクティブ運用を行っていないため、本レポートでは取り上げない。

本資料は、信頼性の高いデータから作成されておりますが、当社はその正確性・確実性に関し、いかなる保証をするものではございません。本資料は、情報提供を目的としており、投資勧誘を目的としたものではございません。証券投資に関する最終判断は、投資家ご自身の判断でなさるようにお願いいたします。本資料の著作権は当社に帰属し、本資料の転用および販売は固く禁じられております。

から、運用機関が得意とする運用スタイルや、顧客から要請される運用ガイドラインを踏まえて決定される。これに加えて、ESG の視点から、ESG スコアが平均以上の銘柄に投資するといった基準（ポジティブ・スクリーニング／ベストインクラス）や、武器製造やたばこ製造といった特定のセクターに投資しないといった基準（ネガティブ・スクリーニング）が組み合わされる。従って、スクリーニングとして ESG が考慮される場合には、投資ユニバースを限定する格好で ESG が反映されることになる。

一方、インテグレーションについては、投資ユニバースの中からポートフォリオ組入候補となる銘柄をリサーチする際に ESG が考慮される。具体的には、ESG が個別銘柄やセクターに与える影響について、オポチュニティ（投資機会）及びリスクの観点から評価する。このようにして、ESG を組み入れたポートフォリオが策定される。さらに、ESG が一定の評価を下回る場合には、ポートフォリオから除外するといったトレーディングルールを課して運用するケースもみられる。これらの ESG 組入方法は、あくまで一般的なプロセスを示したものであり、実際にどのように ESG を組み入れているかについては、運用機関によって異なる。

図表 2　株式ポートフォリオ構築プロセスにおける ESG の組入方法



（出所）日興リサーチセンター作成

本レポートで取り上げる運用機関は、何れも PRI 署名運用機関である。メインストリーム運用と ESG 特化型運用はジャッジメンタル運用と呼ばれており、定性的な投資判断に従って銘柄選択が行われる。メインストリーム運用機関は、伝統的な投資手法の枠組みの中で ESG を組み入れることがよりよい投資判断につながると考えるのに対して、ESG 特化型運用機関は、投資の信念（investment belief）として ESG を組み入れる点に特徴がある。これに対して、クオンツ運用は、定量的なデータを用いた株式モ

本資料は、信頼性の高いデータから作成されておりますが、当社はその正確性・確実性に関し、いかなる保証をするものではございません。本資料は、情報提供を目的としており、投資勧誘を目的としたものではございません。証券投資に関する最終判断は、投資家ご自身の判断でなさるようにお願いいたします。本資料の著作権は当社に帰属し、本資料の転用および販売は固く禁じられております。

デルに従って銘柄選択を行うアプローチであり、ジャッジメンタルな要素は含まれない。従って、株式モデルを構成する定量データの 1 つとして ESG が組み入れられる。次節以降では、メインストリーム運用機関、ESG 特化型運用機関、クオンツ運用機関の順に、ESG 組入方法を説明する。

2.2 メインストリーム運用機関の ESG 組入方法

始めに、メインストリーム運用機関の 3 社を取り上げる。

(1) Eaton Vance 社

Eaton Vance 社は、米国初のミューチュアルファンドとして 1924 年に創業した Massachusetts Investors Trust（MIT）を前身とする。同社は、米国株式運用のほかにグローバル株式運用を行っており、バリュー、グロース、小型など多くの運用戦略を手掛けている。主な顧客はリテールであり、機関投資家は僅かである。同社は、投資プロセスの全てに ESG をインテグレーションすることを企図しており、ESG を担当する部署に分析を任せてしまうのではなく、企業アナリストが ESG 分析を担当する。一般に、ESG 運用機関では、ESG 分析の専任部署を設けるケースが多く、同社のようなアプローチは少ない。ESG 評価を投資判断にどの程度反映させるかについては、アナリストの裁量による。従って、ESG は、財務分析と同様に銘柄分析のプロセスにおいて考慮される。

同社は、ESG のうち、ガバナンスは付加価値を見出せる一方、環境や社会は付加価値の要素を抽出するのは難しいがリスクマネジメントの観点からは、環境や社会を考慮することの意義は明らかであると述べており、環境と社会をリスクファクターと捉えている。また、企業アナリストの投資判断に裁量の余地がある点を許容しており、ESG 分析の結果をポートフォリオマネージャーと議論することで精度が高まることを期待している。

(2) Neuberger Berman 社

Neuberger Berman 社は、1939 年に創業したプライベート経営による独立系資産運用会社である。同社は、SRI ファンドを運用するほか、他の投資戦略においても ESG を組み入れている[2]。投資対象ユニバースは定められていないため、グローバルの株式が投資対象となる。同社の顧客は、約 60%がリテールであり、残りの 40%が機関投資家や富裕層であるなど幅広いものとなっている。同社の投資哲学は、強いビジネスの選別がアルファの源泉であると考えており、最初にビジネスモデルに注目して企業を選別し、次に、あらゆる ESG の要素がそのビジネスモデルに与える影響を分析する。具体的には、環境、社会、ガバナンスの観点からみてリスクとなる要因を分析する。また、主として環境においては、オポチュニティ（投資機会）も分析する。このような投資プロセスにより、長期的に強いビジネスモデルを有する銘柄選択を行う。ESG を分析する重要性について、3～6 カ月程度の短期間であれば ESG はあまり重要ではないが、3～5 年を投資期間とする長期的な視点に立脚すると重要であると述べている。

(3) MFS 社

MFS 社は、Eaton Vance 社と同様に MIT を前身とする。その後の再編により、1969 年に MFS 社が、

[2] 以下では、SRI ファンド運用部門へのヒアリング結果をまとめている。

本資料は、信頼性の高いデータから作成されておりますが、当社はその正確性・確実性に関し、いかなる保証をするものではございません。本資料は、情報提供を目的としており、投資勧誘を目的としたものではございません。証券投資に関する最終判断は、投資家ご自身の判断でなさるようにお願いいたします。本資料の著作権は当社に帰属し、本資料の転用および販売は固く禁じられております。

1979 年に Eaton Vance 社が誕生した。MFS 社は、グローバル株式運用のほか、特定の国や地域の株式運用を手掛けるなど、豊富な運用商品を揃えている。同社の顧客は、リテールと機関投資家が半々となっている。同社は、アクティブ運用でアルファを獲得するためには、長期投資が不可欠であると考えており、ESG インテグレーションに注力する。具体的には、財務ファクターに加えて、ESG を考慮することは長期的な利益に資すると考えており、企業アナリストが ESG 分析を担当する。従って、企業分析において ESG 要因が非常に重要となる場合には、投資しないという判断もあり得る。投資プロセスをよりよいものにするために、専任の ESG アナリストが、インパクトのある ESG テーマについて分析する。企業アナリストは、分析結果のフィードバックを受けることにより、投資候補銘柄の財務やバリュエーションに対して ESG がどのような影響を及ぼすのかを深く理解する。銘柄やセクターについて、企業アナリストが、財務と同様に ESG 要因に関して深い分析を行う点に特徴がある。

2.3 ESG 特化型運用機関の ESG 組入方法

次に、ESG 特化型運用機関 2 社を取り上げる。

(1) Boston Common 社

Boston Common 社は、2002 年に創業した比較的新しい運用機関である。同社の名前は、マサチューセッツ州にある公園のボストンコモンがかつて牧草地としてコミュニティに提供されていたことに由来する。すなわち、コミュニティの経済及び社会生活の双方に貢献することを自社の存在意義としている。同社は、米国株式運用のほかにグローバル株式運用を手掛けている。顧客の殆どは、富裕層個人やファミリーオフィスなどのリテールである。同社の株式運用は、倫理的側面及び持続可能性を考慮するとともに、ESG インテグレーションが標榜されており、全て ESG で運用することが投資哲学である。具体的には、まず、財務基準とともに ESG 基準によりスクリーニングを行い、投資ユニバースを決定する。その際、タバコ、アルコール、ギャンブル、武器製造、軍事会社は不投資となる。次に、ESG リスクとオポチュニティ（投資機会）の観点から、グローバルベースのセクター毎にランキングを行い、平均以上の企業に投資する。従って、ESG 組入方法は、ネガティブスクリーニングとベストインクラスを組み合わせた手法といえる。ESG 分析は自社のアナリストが行うが、グローバルセクターのベンチマークを検討する上では、外部の ESG 評価機関の情報も活用する。また、ベストインクラスの銘柄選択に際しては、非常に多くの ESG テーマを考慮してランキングするが、大部分は、気候変動、環境リスクマネジメント、人権、ガバナンス、サステナビリティ報告、グローバルにおける健康問題に集約される。

(2) Pax World 社

Pax World 社は、合同メソジスト教会のための倫理投資として、1971 年に米国で初めて責任投資ファンドをローンチした歴史をもっている。同社の株式運用は、インデックス運用を除けば、原則として米国のみを対象とする[3]。主な顧客はリテールであり、その大半は 401k となっている。同社の投資哲学

[3] ただし、所定の投資比率であれば、米国外の株式保有も許容されている。

本資料は、信頼性の高いデータから作成されておりますが、当社はその正確性・確実性に関し、いかなる保証をするものではございません。本資料は、情報提供を目的としており、投資勧誘を目的としたものではございません。証券投資に関する最終判断は、投資家ご自身の判断でなさるようにお願いいたします。本資料の著作権は当社に帰属し、本資料の転用および販売は固く禁じられております。

は、倫理的な側面と投資パフォーマンス向上の 2 つの視点を含んでいるものの、同社は後者の視点を強調する。換言すると、サステナブルな企業は、長期的によりよいパフォーマンスを発揮すると考えている。

投資ユニバースは、倫理的な側面から、武器製造及びタバコが除外される。これらのセクターをネガティブスクリーニングするのは、同社の伝統的なバックグラウンドによるものである。次に、ESG テーマとして、環境負荷、製品の安全性及びインテグリティ（誠実性）、労働慣行（安全性、ダイバーシティ、労使関係、人権）、コミュニティへの影響、コーポレートガバナンスが選ばれる。投資アプローチは、ボトムアップ及びトップダウンによる手法を採用する。トップダウンによる投資アプローチは、主としてテーマファンドとして運用される一方、銘柄選択は全てボトムアップアプローチによる。具体的には、運用部門が魅力的なセクターもしくは銘柄を選定し、それに対して ESG 分析が行われる。ESG 分析は、大抵の場合 1,2 日で済むものの、時間が掛かる場合もある。また、ESG 評価が悪い場合には投資できない仕組みとなっている。

2.4 クオンツ運用機関の ESG 組入方法

最後に、クオンツ運用機関 2 社を取り上げる。

(1) Acadian 社

Acadian 社の創業は 1977 年であり、カントリーアロケーションをアクティブに行う投資戦略（international index-matching strategy）を世界で初めて手掛けた。現在では、アクティブ運用及びクオンツ運用をグローバルベースで運用しており、地域別運用やロング・ショート戦略なども手掛ける。

同社が PRI に署名したのは、ESG を考慮することは良いビジネスプラクティスであると考えたことがきっかけである。従って、同社の投資哲学においては ESG を考慮することは、伝統的な投資手法の延長線上にあると位置付けられている。また、最近は標準化された定量的な ESG データが入手できるようになったことも、運用戦略に ESG をインテグレーションする後押しとなっている。同社の運用手法は、クオンツ運用であることから、投資プロセスは定量的である。具体的には、アルファ予測モデルに ESG を個別に組み入れる。ネガティブスクリーニングや ESG スコアが低い企業の売却は行わない。

ESG の組入状況についてみると、ガバナンスファクターは完全に組み入れられているが、環境と社会は組み込んでおらず、採用候補となるファクターの検証を継続している。この点について、ESG ファクターの中ではガバナンスがマテリアルであると述べており、説明力の高いファクターとして、新興国市場では腐敗ファクターを挙げているほか、クロスセクションでは会計慣行を挙げている。これに対して、環境や社会については、計測方法が変化するといったデータ自体の信頼性に問題があることを指摘しており、質の良いデータを入手することが課題となっている。

ESG ファクターのウエイトは、投資地域、セクター、時間によってダイナミックに変化する。このウエイトは、月次で見直しが行われる。効かなくなったファクターについてはウエイト 0 にするが、再び効果を発揮する可能性を排除しないために当該ファクターを取り除くことは行わない。一方、新しいフ

本資料は、信頼性の高いデータから作成されておりますが、当社はその正確性・確実性に関し、いかなる保証をするものではございません。本資料は、情報提供を目的としており、投資勧誘を目的としたものではございません。証券投資に関する最終判断は、投資家ご自身の判断でなさるようにお願いいたします。本資料の著作権は当社に帰属し、本資料の転用および販売は固く禁じられております。

ファクターの採用は厳格に行われる。具体的には、12～18 カ月様子を見て、強いアルファがあることが認められた後、投資委員会やシニアマネジメントの承認を経て採用される。多くのファクターが調査されるが、殆どのファクターは採用に至らないという。

(2) Quotient Investors 社

Quotient Investors 社は、日本の投資顧問である DLIBJ 社（現 DIAM 社）の投資チームがスピンアウトしたものであり、2008 年に CalPERS のシードマネーを得て設立された。現在、4 名で操業しているため、同社が手掛けるのは米国株式のみである。

同社の運用手法は、アルファ予測モデルに ESG を組み入れる点については Acadian 社と同様であるが、ESG 評価機関が提供する ESG 総合スコアを用いる点が異なる。従って、環境、社会、ガバナンスは等しいウエイトでモデルに反映される。ESG 総合スコアを用いる理由は、ESG 総合スコアを構成する個々のファクターの優劣を判断するのは困難であるほか、個々のファクターから算出された全体像が何を示唆するのか理解するのも困難であることを挙げている。

同社のクオンツモデルのもう 1 つの特徴は、50～60 の産業毎に、異なる株価予測モデルが構築される点にある。伝統的な投資ファクターと同様に、ESG 総合スコアの説明力は産業毎に異なると考えており、全体の約 1/3 の産業ではポジティブな予測ファクターとなる一方、1/3 は中立であり、残りの 1/3 はネガティブな予測ファクターであると述べている。市場全体でみると、クロスセクションでの予測力は消失するとしており、あくまで産業内での相対比較に意味があると考えている。従って、同社の投資戦略においては、ESG のランキングと株式保有比率は無関係である。また、ESG スコアは、アルファ予測モデルを構成する 1 つのファクターに過ぎず、ESG レーティングが付与されていない銘柄も投資ユニバースに含まれる。ESG をインテグレーションするのは、あくまでアルファを獲得するためであり、リスクコントロールの観点からは、重要なファクターであるとは考えていない。

3. まとめ

本レポートでは、2015 年 11 月に行ったヒアリング調査結果に基づき、米国の機関投資家の ESG インテグレーションについて整理した。ジャッジメンタル運用機関のアプローチについてみると、メインストリーム運用機関においては、主として銘柄選定プロセスにおいて ESG が組み入れられる一方、ESG 特化型運用機関においては銘柄選定プロセスだけでなく、投資ユニバースや運用ルールに ESG が反映される傾向がみられた。ただし、何れの運用機関においても、長期的なパフォーマンスを向上させるために、ESG を組み入れる点が共通する。一方、クオンツ運用機関の ESG インテグレーションは、あくまで株式パフォーマンスを説明するファクターの 1 つとして考慮される。従って、どのような ESG の要素が考慮されるかは、運用モデルによって異なる。以上の調査結果は、米国の ESG インテグレーションは、伝統的な運用手法で用いられる投資ファクターと同様に組み入れられているという点で、違和感ないものといえよう。

本資料は、信頼性の高いデータから作成されておりますが、当社はその正確性・確実性に関し、いかなる保証をするものではございません。本資料は、情報提供を目的としており、投資勧誘を目的としたものではございません。証券投資に関する最終判断は、投資家ご自身の判断でなさるようにお願いいたします。本資料の著作権は当社に帰属し、本資料の転用および販売は固く禁じられております。

参考文献

寺山恵、杉浦康之（2014）『海外投資家のエンゲージメント～欧州機関投資家のヒアリング調査より』

寺山恵、杉浦康之（2016）『日本のコーポレートガバナンスとスチュワードシップ活動に関する英国からの示唆』

本資料は、信頼性の高いデータから作成されておりますが、当社はその正確性・確実性に関し、いかなる保証をするものではございません。本資料は、情報提供を目的としており、投資勧誘を目的としたものではございません。証券投資に関する最終判断は、投資家ご自身の判断でなさるようにお願いいたします。本資料の著作権は当社に帰属し、本資料の転用および販売は固く禁じられております。