

## マテリアリティ ESG スコア パフォーマンスにインパクトがある ESG 項目に注目する

2018年3月



エミリー・スタインバース ラッセル・インベストメント(米国) クォンツ・アナリスト

当資料は 2018 年 3 月にラッセル・インベストメント(米国)が発行したリサーチ・レポート(要約版)を翻訳したものです。原文は <https://russellinvestments.com/us/insights/articles/materiality-matters> よりご覧いただけます(英語)。

### 要約

ラッセル・インベストメントは、企業の ESG(環境・社会・ガバナンス)スコアを測定する新しい手法を開発した。この新しいマテリアル ESG スコアは、当分野のリーダーである Sustainalytics 社と SASB(米サステナビリティ会計基準審議会)が開発した指標を利用して、企業にとって財務的に重要な課題を特定し、評価する。

この新しいマテリアル ESG スコアによって、従来型の総合 ESG スコアとは異なる方法で、企業間の差異を明示することができる。各社が取り組む事業にとって財務的に重要な ESG 項目で高いスコアを獲得した企業と、財務的に重要でない項目で高いスコアを獲得した企業を区別できるのである。また、我々のリサーチでは、ラッセル・インベストメントのマテリアル ESG スコアは、従来型 ESG スコアと比較して、投資リターンへの予測力が高いことも示されている。

### 結論:すべての ESG 項目が同じように重要なわけではない

個別の ESG 項目との関連性は、企業や業種によって異なる。例えば、燃料効率は投資銀行よりも、航空会社の収益により大きな影響を与える。そこで当社は、全企業、業種に定型的なアプローチを採用するのではなく、企業とその収益性に関連性が高い、新しい ESG スコアリング手法の開発に取り組んできた。

なぜかという、「従来型」ESG スコアは、各企業や業種にとって重要でない数多くの ESG 項目を含んで構成されていたからだ。具体的には、ラッセル・グローバル大型株インデックス構成銘柄の 66%では、「従来型」ESG スコアに用いられるデータのうち重要とみなせるのは 25%未満である。

そこで、新しいスコアを開発するために、データプロバイダーである Sustainalytics 社の「従来型」ESG スコアと SASB が開発した業種別マテリアリティ・マップを活用した。そして、この新しいスコアは「投資判断に利用できるか」どうかを考えた。

### 新しいマテリアル・スコアの計算方法

どの ESG サブカテゴリーが重要で、どのサブカテゴリーが重要でないかを特定

Sustainalytics 社が採用する「従来型」ESG スコアは、財務的および非財務的視点からの様々な用途を意識している。これは、ある企業と財務的関連の低い ESG 項目に基づいて ESG スコアを採点される可能性があることを意味する。そこで、Sustainalytics 社における 145 の ESG サブカテゴリーのうちどれが実際に重要で

あるかを特定するために、SASB マテリアリティ・マップを指針として用いた。SASB マップ上で特定された 30 の重要項目に関連しないと考えられたサブカテゴリーは、各業界の企業のスコアリングに用いないこととした。

### 新しいマテリアル・スコアの構築

新しいスコアを構築するために、まず、145 のサブカテゴリーそれぞれでスコアを標準化した。次に、重要であるとされたサブカテゴリーのスコアを集計し、最終的なマテリアル・スコアを計算して、0-10(スコアが高いほど、結果が良好であることを表す)の範囲にスケールした。

## 新しいスコアの位置づけ

### 従来型スコアと新しいマテリアル・スコアとの関係

我々の研究の意義を考えるうえで、ラッセル・インベストメントのスコアが投資家にどのような価値をもたらすか、すなわち、スコアには理念的な目的があるのか、実務的に利用できるのか、といった疑問を検討したい。

新しいマテリアル ESG スコアと「従来型」ESG スコアの相関を測ることで、この質問に答えることとする。当社のスコアを計算するために使用するデータは、従来型スコアで一般的に使用されるデータの一部であることをふまえると、従来型スコアと新しいスコアの相関が非常に低い、もしくはマイナスとなることは、懸念ではないとしても、なかなか考えにくいことである。また、相関が非常に高い場合、新しいマテリアリティ・スコアをわざわざ開発、使用する意味はほとんどないということになる。

実際、相関係数は約 0.65 で、新しいマテリアル ESG スコアは「従来型」スコアと正の相関を示しているものの、かなり異なっている。このことは、ラッセル・インベストメントのスコアが、従来型スコアリング手法から得られる以上の何かを提供していることを示している。

ラッセル・インベストメントのマテリアル ESG スコアは、「従来型」ESG スコア以上の情報を含む。

## マテリアリティと投資パフォーマンス

ラッセル・インベストメントは、ESG ファクターに健全な問題意識と、頑健なプロセスを持つことが、長期的に高い投資収益率と投資目標の達成につながると考えている。すると、次には、当然「マテリアリティは高い投資パフォーマンスをもたらすのか」という疑問が生じる。

### Khan, Serafeim, Yoon の論文(2016 年)

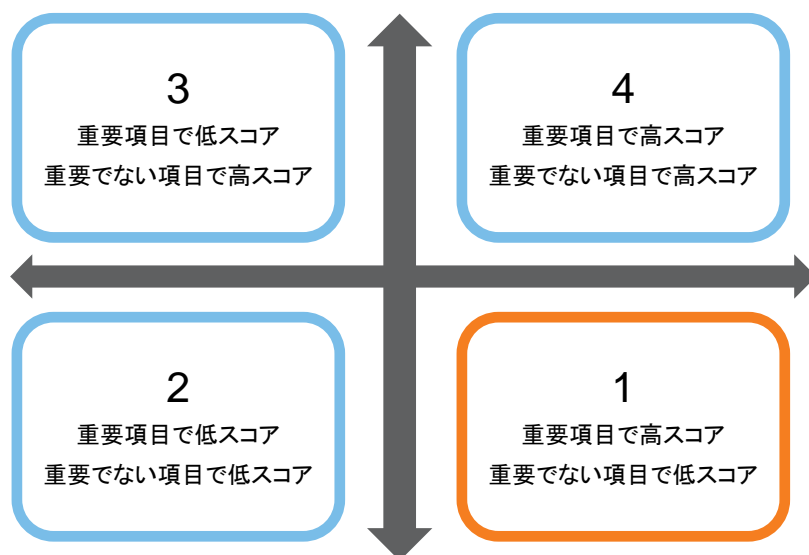
Khan, Serafeim, Yoon(KSY)による 2016 年発表の研究では、マテリアルな、つまり重要な ESG 項目でのスコアが高い企業は、重要 ESG 項目でのスコアが低い企業をアウトパフォームすることが示されている。次ページの図は、重要 ESG 項目に関するスコアが高い企業群と、重要でない項目のスコアが低い企業群の相対リターンを示している。重要 ESG 項目でのスコアが高い企業群の超過収益は、重要でない項目のスコアが低い企業群よりも高くなった(第 1 象限対第 2 象限、第 4 象限対第 3 象限)。

興味深いことに、重要 ESG 項目での高スコアのグループ同士で比較すると、重要でない課題で低いスコアを獲得した企業のポートフォリオは、重要でない課題で高いスコアを獲得したポートフォリオを上回る超過収益<sup>1</sup>となった。要する

<sup>1</sup> 超過収益は、ポートフォリオの実績リターンとリスク調整後期待リターンとの差を測定したものである。

に、重要でない ESG 項目に資源を使うことで、価値が減じたとみなされたのである。これは、投資の観点から、重要 ESG 項目と重要でない項目でメリハリをつけるべきという当社の見解を支持している。

### 重要な ESG 項目と重要でない ESG 項目ごとのスコアによるマッピングと投資リターン Khan, Serafeim, Yoon による論文 (2016 年) — 米国大型株ユニバース (1991–2013 年)



4 ファクター・モデルによる超過収益率(年率) <sup>2</sup> : 1991–2013 年		超過収益の差
1 – 重要項目で高スコア、重要でない項目で低スコア	6.01%	
2 – 重要項目で低スコア、重要でない項目で低スコア	-2.90%	8.90%*
3 – 重要項目で低スコア、重要でない項目で高スコア	0.60%	5.41%*
4 – 重要項目で高スコア、重要でない項目で高スコア	1.96%	4.05%**

出所: ラッセル・インベストメント。超過収益率は各ポートフォリオのリターンをファーマ・フレンチモデルの 3 ファクター(企業規模、バリュエーション、市場リスク)とモメンタム・ファクターでの重回帰分析により計算。リターンはグロス、米ドル。\*、\*\*はそれぞれ 1%、5%での統計的有意性を示します。上記は過去の実績であり、本資料のいかなる記述も将来の投資収益等の示唆あるいは保証をするものではなく、またその結果の確実性を表明するものではありません。

### 当社の新しいマテリアル ESG スコアは、投資パフォーマンスに影響を与えるのか？

KSY の研究は、我々の研究にも重要な意味を持ち、重要でない ESG 項目に資源を費やすことで価値が損なわれている可能性があることを示している。前述の例に戻ると、燃料効率はある投資銀行の同業他社比での将来のアウトパフォーマンスを予測するシグナルとして有効でないことが分かっていても、航空会社に同じことが当てはまるわけではない。これは、ユニバースの一部に対しては有効なシグナルであっても、燃料効率をユニバース全体のシグナルとして使用することが、有効な結論に結びつかないことがある理由を説明している。

当社の新しい ESG スコアが実際にリターン予測指標として有効かどうかを評価するために、スコア分析を研究例(KSY)が用いたよりも広範囲にわたる指標、ラッセル・グローバル大型株インデックスを対象として、期

<sup>2</sup> 超過収益(年率)は、ファンドのベンチマーク(米国の全上場株式の時価総額ウェイト)に対する超過収益率を測定し、一定期間にわたって平準化したものである。リターンはグロス、米ドル。研究で使用した 4 ファクター・モデルは、ファーマ・フレンチ・モデル(資本資産価格モデル(CAPM)の市場リスク(Mkt-Rf)ファクターに、企業規模(SMB)とバリュエーション(HML)を追加)にモメンタム(UMD)を加えている。

間を 2012 年 12 月と 2017 年 6 月まで延長して実施した。この検証では、重要な ESG 項目という情報が、ESG に関わる投資判断に役立つ有望なシグナルであることが示された。マテリアル ESG スコアが高い銘柄に絞り込むことによって、投資リターンは 22 ベーシスポイント(従来の ESG スコアとの比較)増加した可能性があるのである。

## 重要な ESG 項目と重要でない ESG 項目

ラッセル・グローバル大型株インデックス(2012 年 12 月–2017 年 6 月)

4 ファクターモデルに拠る年率超過収益率の差(第 1 と第 5 五分位ポートフォリオの差)	
重要な ESG 項目のスコアに基づく差	1.19%*
重要でない ESG 項目のスコアに基づく差	0.30%
「伝統的」な ESG スコアに基づく差	0.97%**

出所: ロンドン証券取引所グループに属する会社のデータをもとにラッセル・インベストメント作成。超過収益率は、各 ESG スコアが最高と最低の五分位ポートフォリオ間の、4 ファクター重回帰分析に基づく超過収益率の差(前セクションと同様)。リターンはグロス、米ドル。  
\*、\*\* はそれぞれ 5%、10%での統計的有意性を示します。上記は過去の実績であり、本資料のいかなる記述も将来の投資収益等の示唆あるいは保証をするものではなく、またその結果の確実性を表明するものではありません。

研究例(KSY)と同様に、重要 ESG 項目で高スコアの企業群と低スコアの企業群のパフォーマンス格差は、重要でない項目や従来型スコアでの比較と比べて大きいことが分かった。これは、ESG スコアで投資判断をする場合、ここで検討している指標のうち、マテリアル ESG スコアが最も有効なシグナルであることを示唆している。超過収益の差は、マテリアル ESG スコアでは統計的に有意であるが、重要でない項目での格差は有意ではない。

## では、マテリアリティは重要なのか？ 勿論。

### 関連団体とラッセル・インベストメントの方向性は一致

気候関連財務情報開示タスクフォース(TCFD)や国連責任投資原則(PRI)などの関連団体は、企業が収益に直接影響を及ぼす重要な ESG 項目に重点的に取り組むことを強く推奨している。SASB の業種別マテリアリティ・マップや Sustainalytics 社のデータを利用することで、実際にラッセル・インベストメントは、重要 ESG 項目に焦点を当てた新しい ESG スコアを作成することができた。

### ラッセル・インベストメントのマテリアリティ ESG スコアは将来の投資リターンの有効な指標

我々の新しい ESG スコアリング手法によって、「従来型」スコアでは難しかった形で企業を区別することが可能になる。事業収益に財務的観点で影響の大きい ESG 項目で高いスコアを獲得した企業と、財務的に影響の小さい項目で高いスコアを獲得した企業を区別できるようになった。当社の研究は、ラッセル・インベストメントのマテリアル ESG スコアが「従来型」ESG スコア以上の有効な情報を提供できることを示している。

### 頑健性とリスク管理を確保するための継続的な研究

ラッセル・インベストメントによる脱炭素化戦略への取り組みの一環として、マテリアル ESG スコアの実用を開始する。ラッセル・インベストメントのマテリアル ESG スコアは、ESG に関する投資パフォーマンスの要因を理解する上で大きい意味を持つ。現在このスコアは当社のリサーチ・データベースで使用されており、さらなる前進のための重要な役割を果たしている。当社はこの取り組みにおける初期段階にあり、投資プロセス全体を通してラッセル・インベストメントのマテリアル ESG スコアの統合を進めるためには、引き続きのリサーチが必要である。



## 当資料に関してご留意いただきたい事項

COPYRIGHT © 2019. RUSSELL INVESTMENTS. ALL RIGHTS RESERVED.

当資料中「ラッセル・インベストメント」は、ラッセル・インベストメントグループの会社の総称です。

ラッセル・インベストメントの所有権は、過半数持分所有者の TA アソシエーツおよび少数持分所有者のレバレンス・キャピタル・パートナーズとラッセル・インベストメントの経営陣から構成されています。

フランク・ラッセル・カンパニーは、当資料におけるラッセルの商標およびラッセルの商標に関連するすべての商標権の所有者で、ラッセル・インベストメントグループの会社がフランク・ラッセル・カンパニーからライセンスを受けて使用しています。ラッセル・インベストメントグループの会社は、フランク・ラッセル・カンパニーまたは「FTSERUSSELL」ブランド傘下の法人と資本的関係を有しません。

当資料は、当社が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その情報の正確性や完全性についてこれを保証するものではありません。

当社による事前の書面による許可がない限り、資料の全部または一部の複製、転用、配布はいかなる形式においてもご遠慮下さい。

当資料は、一般的な情報の提供を目的としたものであり、特定の商品の推奨等の投資勧誘を目的としたものではありません。また金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。

当資料で表示した分析は、一定の仮定に基づくものであり、その結果の確実性を表明するものではありません。

当資料に示された意見などは、特に断りのない限り、当資料作成日現在の弊社グループの見解を示すものです。

当資料において記載されている数値、データ等は過去の実績であり、将来の投資収益等の示唆あるいは保証をするものではありません。

ラッセル・インデックスに関連する登録商標、トレードマーク、サービスマークおよび著作権等の知的財産権、指数値の算出、利用その他一切の権利は、ロンドン証券取引所グループに属する会社に帰属します。

インデックスは資産運用管理の対象とはなりません。また、インデックス自体は直接的に投資の対象となるものではありません。インデックスには運用報酬がかかりません。

### 〈主な投資リスク〉

投資一任契約において、当社の投資判断者がその運用指図により投資を行う又は行う可能性がある実質的な投資対象は、主に国内外の株式、債券、証券化商品、証券投資信託、不動産投資信託、商品先物取引等の値動きのある金融商品・金融派生商品であり、それらの価格は、各国の政治・経済・社会情勢、組入有価証券の発行体の経営や財務状況の変化による信用力等の影響、金利・通貨の価格・金融商品市場における相場動向、不動産市況動向、現物商品の市況状況・商品指数の相場動向、その他の指標の変動等により損失が生じ、投資元本を下回るおそれがあります。相対取引の場合、カウンター・パーティーの信用力低下により損失が生じる場合があります。また、当該金融商品等にクローズド期間が付されている場合および流動性が充分でない場合等には、売買の機会が制限を受け、直接・間接の原因として損失を生じ、投資元本を割り込むことがあります。さらに、外貨建資産に投資する場合は為替変動による影響も受けます。

上記は主な投資リスクであり、投資一任契約に基づく運用に関する全てのリスクを網羅したものではありません。それぞれの契約についてお客様に交付されます(または交付済みの)契約締結前交付書面およびこれを補足するため交付されるかもしれない(または交付済みの)その他の開示書面(目論見書等)をよくお読みいただき、その内容をご確認ください。

### 〈費用について〉

投資一任契約に基づく運用に係る直接又は間接にご負担いただく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、また投資信託に投資するか個別資産に直接投資するかにより異なりますので、当資料において一律に記載することはできません。具体的な手数料または報酬の金額・計算方法に関しましてはそれぞれの契約についてお客様に交付されます(または交付済みの)契約締結前交付書面、契約書およびこれを補足するため交付されるかもしれない(または交付済みの)その他の開示書面(目論見書等)をよくお読みいただき、その内容をご確認ください。

## ラッセル・インベストメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第 196 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