

「ESGリスク・レーティング」と「エコノミック・モート・レーティング」を組み合わせた戦略でポートフォリオを構築しパフォーマンスの向上を図る

サステナリティクス Methodology & Portfolio Research, Executive Director Dr. Hendrik Garz

サステナリティクス Methodology & Portfolio Research, CFA Senior Associate Liam Zerter

重要な環境・社会・ガバナンス(ESG)課題が株式リターンに大きな影響を与え得るという実証結果が次々と報告されています。この考え方は、新型コロナウイルス感染症(COVID-19)の世界的な拡大をきっかけに、以前よりも多くの投資家が自身の投資プロセスでESG要素を考慮するようになり、ここ数か月間で加速度的に拡散しています。

企業のESGリスクを評価するのは有益なことです。しかし、それだけでは企業の全体像を把握することはできません。典型的なESG評価のほかにも株主リターンを左右する要因はたくさんあります。例えば、価格決定力、合併・買収戦略、あるいは革新性のある製品開発などに対する企業の取り組み方です。ESG要因はこれらの戦略に多大な影響を及ぼす可能性があります、財務分析の主流としての中核的な地位を獲得するには至っていません。ポートフォリオ・マネージャーが、ESG情報を活用する際に、合わせて従来の財務指標や市場の価格データなどの他の情報を投資プロセスに組み込んでいるのはこのためです。

こうした状況を背景として、サステナリティクス社は、「ESGリスク・レーティング」と米国Morningstarの「エコノミック・モート・レーティング」を組み合わせる投資戦略に関する新たな報告書(「Sustainalytics_Combining ESG Risk and Economic Moat」)を発表しました。同報告書では、これら2つのレーティングの間にある関係性に焦点を当て、両方のレーティングを同時に考慮して構築されたポートフォリオがどのようなパフォーマンスを示すかを、バックテストを用いて分析しています。

サステナリティクス社の「ESGリスク・レーティング」は、財務的に重要なESG課題のうちまだ企業によって管理されていないリスク(未管理リスク)に着目し、個別企業のESGリスクをスコアで評価します。「ESGリスク・レーティング」は、スコアに基づき企業を「無視できるほど低い(negligible)」、「低い(low)」、「中程度(medium)」、「高い(high)」、「深刻なほど高い(severe)」の5つのリスク・カテゴリーに分類します。

一方、米国Morningstarのエコノミック・モート・レーティングは、企業の持続可能な競争優位性を評価し、10年、20年あるいはそれ以上の長い期間にわたって投下資本利益率(ROIC)を上回る超過利潤を獲得できる可能性の高い

企業を特定し、投資家が優良銘柄を発掘するための手段を提供します。米国Morningstarは、企業がエコノミック・モート(競争優位性)を確立するための5つの源泉を、コスト優位性、効率的な規模、無形資産、ネットワーク効果、スイッチング・コスト(他への切り替えしにくさ)と定義しています。

エコノミック・モート・レーティングは、「広い(wide)」、「(今後少なくとも20年にわたり超過利潤を獲得し続ける可能性が高い)」、「狭い(narrow)」、「(今後少なくとも10年にわたり超過利潤を獲得し続ける可能性が高い)」、「なし(none)」、「(他社との競合により収益が圧迫されやすい)」の3段階で企業を評価します。

我々の調査結果は、エコノミック・モートが広くESGリスクが低いポートフォリオほど、概して平均リターンはより高くなり、ボラティリティもより低くなることを示しています。エコノミック・モートとESGリスクを組み合わせる戦略は、どちらか一方のみを考慮する戦略に比べて優れたパフォーマンスを達成できることが、パフォーマンスのバックテストによって明らかになりました。

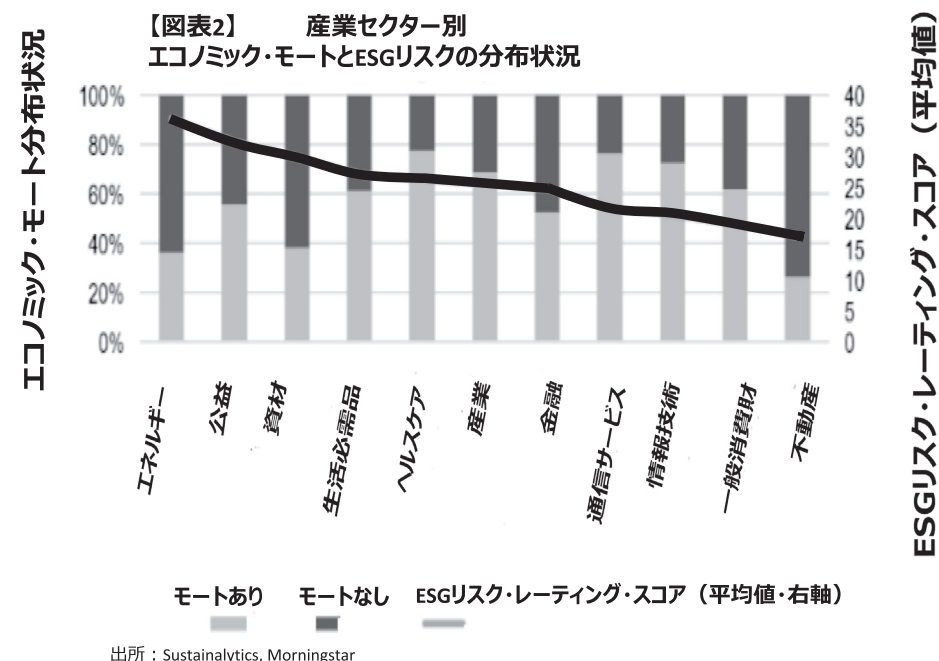
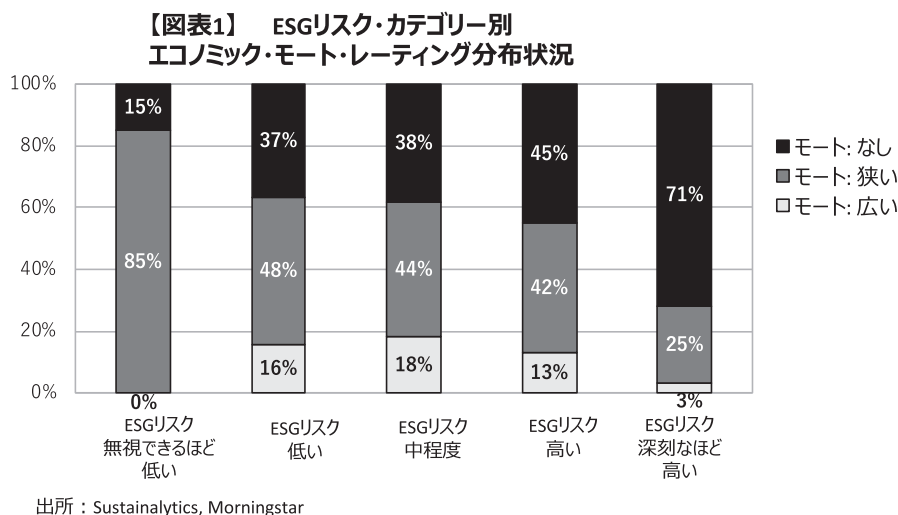
調査結果

広い、あるいは狭いエコノミック・モート・レーティングが、ESGリスクが高い水準にある企業に付与されている例はあまりありません。米国Morningstarが調査対象とする世界1500社について行った「ESGリスク・レーティング」と「エコノミック・モート・レーティング」のクロスセクション分析は、この2つの変数の間に負の相関があることを示しています:ESGリスク曲線が高い位置にあるほどモート(競争優位性)の出現頻度は減少します(【図表1】参照)。

「深刻なほど高いESGリスク」のグループに属し「広い(wide)」モートを有する企業は、全体のわずか3%にとどまります。一方、「低いESGリスク」グループにある企業の半分近く(48%)に狭いモート、16%に広いモートが付与されています。具体的な例として、狭いモートの企業には、アディダスAG、シスコ・システムズ、ジョンソン・エンド・ジョンソンがあり、広いモートの企業には、マイクロソフト、エルメス・インターナショナル、ロイヤル・バンク・オブ・カナダが含まれます。

モートの出現頻度とESGリスクを産業セクター別に観察すると、エネルギー・セクターがESGの観点で最もリスクの高いセクターであることが分かります。米国 Morningstar の調査対象とする90社のエネルギー企業のうち広いモートを

有する企業の中で、「中程度のESGリスク」あるいは「低いESGリスク」カテゴリーに分類されている企業はわずか3社 - コア・ラボラトリーズ、シェニエール・エナジー、エンブリッジ - しかありません（「無視できるほど低いESGリスク」あるいは「低いESGリスク」に分類されているエネルギー企業は存在しません）（【図表2】参照）。



ESGリスク・レーティング・スコア (平均値)

【図表3】 ESGリスク・レーティング/エコノミック・モート・レーティング別
株式の平均リターン

ESGリスク・カテゴリー	エコノミック・モート・レーティング			全体
	なし	狭い	広い	
無視できるほど低い / 低い	-11.3%	-3.6%	6.5%	-4.9%
中程度	-7.5%	0.3%	2.6%	-2.3%
高い / 深刻なほど高い	-15.6%	-8.1%	-4.4%	-11.6%
全体	-11.0%	-2.8%	2.7%	-5.3%

リターンは、2019年12月31日の終値から2020年8月6日の終値をもとに算出
出所：Sustainalytics, Morningstar

我々は、2つのやり方でこの問いに答えることにしました。まず、コロナ禍による株式市場の急落とその後の回復局面において、エコノミック・モート戦略とESGリスクの戦略のパフォーマンスがどうだったのかを、年初来(2019年12月31日から2020年8月6日)の数値を用いて検証しました。この結果、エコノミック・モートがより広く、ESGリスクがより低い戦略ほど高いリターンを達成したことが一般的なパターンとして観察されました（【図表3】参照）。

コロナ禍において、ESGリスクがより低く（「無視できるほど低い」「低い」）、広い

エコノミック・モートを有する企業グループと、ESGリスクがより高く（「高い」/「深刻なほど高い」）、エコノミック・モートがない企業グループの間のリターン（平均）の差異は平均で22.8%と、他のグループ間の比較に比べ最も大きかったことが分かりました。

前者の企業グループには、マイクロソフト、アドビ、ラム・リサーチ、マスターカード、ペルノ・リカル SA、ホーム・デポ、ウェスト・ファーマシューティカル・サービスズ、ザルトリウス・ステディム・バイオテック SA、ムーディーズが含まれます。「広いモート」と「より低い ESG リスク」の両方の条件を満たす企業は、サステナリティのセクター分類におけるエネルギー、通信、不動産、公益セクターには存在しません。

次に、投資期間を2017年7月から2020年6月30日まで拡張して検証を行いました。検証の対象となる企業は、サステナリティ社が ESG リスク・レーティング商品の提供を開始した2018年11月以降、同じ ESG リスク・カテゴリーにあり、かつ、エコノミック・モートの変更がなかった企業で、サンプル数は799社となります。

この3年間に、「広いモート」を有し「ESG リスクがより低い」企業グループの株主は累積で55%の利益（リターン）を獲得できたことになります。一方、「エコノミック・モートがなく」、「ESG リスクがより高い」企業グループは、株主に20%（同）の損失

をもたらしました（【図表4】参照）。

3年間という検証期間は明確な結論を導き出すにはあまりにも短い期間であることは確かです。とはいえ、3年間の検証結果は上の COVID-19 期間の検証結果と近似しています。モートと ESG リスク戦略が、市場が COVID-19 によって混乱していたから有効だったわけではないと我々は確信を持っています。より低い ESG リスクと広いエコノミック・モートを組み合わせる戦略が生み出す優れたリターン特性は、COVID-19 という異常事態に限らず、様々な要因の影響を受けて変化する市場局面において、その本質は変わらず有効であると我々は結論付けました。

月次のリターンのボラティリティが示す3年間の投資リスクの分析によって浮かび上がる明確なパターンは、長期的にはシステムティック・リスクとして現れるのではないかと我々の仮定を支持しています。【図表5】を見ると、ESG リスクとエコノミック・モートとボラティリティの間には、直感的に推定できるパターンと同様の明らかな相関があることが分かります。

ここまで、ESG リスクとエコノミック・モートについて見てきましたが、我々の過去の調査はまた、ESG リスク・レーティング

が改善過程にある企業がより優れたリスク/リターン特性を生み出すことを示しています。我々は、調査対象とする総企業サンプル1500社のうち1340社の平均リターンとボラティリティを算出し、ESG モメンタム（ESG リスクの変化）とエコノミック・モート・レーティングの関係性を分析しました。我々は、個別企業の ESG モメンタムを以下のように定義しています。

- ・「ポジティブ」- ESG リスク・スコアが3.0ポイント以上低下（改善）
- ・「ネガティブ」- ESG リスク・スコアが3.0ポイント以上上昇（悪化）
- ・「ニュートラル」- ESG リスク・スコアの変化がマイナス3.0未満プラス3.0超

広いエコノミック・モートが付与され、ESG モメンタムが「ポジティブ」な企業の過去3年間のリターンは13.1%（年率換算）となった一方、同じく広いエコノミック・モートを有するが ESG モメンタムが「ネガティブ」な企業のリターンはマイナス0.7%（同）

【図表4】 ESGリスク・レーティング/エコノミック・モート・レーティング別リターン（過去3年間、年率換算）

ESGリスク・カテゴリー	エコノミック・モート・レーティング			全体
	なし	狭い	広い	
無視できるほど低い / 低い	1.5%	4.9%	15.8%	5.6%
中程度	-0.6%	4.0%	8.4%	3.3%
高い / 深刻なほど高い	-7.0%	4.5%	8.5%	-1.8%
全体	-2.3%	4.4%	11.0%	2.8%

標準偏差は、2017年6月30日から2020年6月30日の終値をもとに算出
出所：Sustainalytics, Morningstar

【図表5】 ESGリスク・レーティング/エコノミック・モート・レーティング別標準偏差（過去3年間、年率換算）

ESGリスク・カテゴリー	エコノミック・モート・レーティング			全体
	なし	狭い	広い	
無視できるほど低い / 低い	33.6%	29.0%	24.0%	29.8%
中程度	34.9%	30.4%	25.1%	31.2%
高い / 深刻なほど高い	42.6%	29.9%	27.2%	36.3%
全体	36.9%	29.8%	25.1%	32.0%

標準偏差は、2017年6月30日から2020年6月30日の終値をもとに算出
出所：Sustainalytics, Morningstar

となりました(【図表6】参照)。

「低いESGリスク」に分類される広いエコノミック・モートを有する企業は、優れたリスク/リターン特性を持つという実

証を踏まえ、この2つの基準の両方を考慮して現実のポートフォリオを構築し、これらの分析結果の検証を試みました。

この検証は、「Morningstar Wide Moat Focus TR USD 指数」を親指数として行いました。同指数は、米国

Morningstarのアナリスト・チームが広いエコノミック・モート・レーティングを付与している企業の中から、同チームが算出する企業の適正価値(本源的価値)に対する現在の株価のバリュエーション倍率が最も低い(割安)水準で取引されている銘柄で構成されています。同指数は、市場で実際にベンチマークとして活用されています(【図表7】参照)。

米国株式を投資対象として行ったバックテストによって、「低いESGリスク」と広いエコノミック・モートを組み合わせた戦略は、過去3年の投資期間に50%のリターン(累積値)を達成したこ

とが分かりました。これは、S&P500指数が示す市場リターン(34.3%)、広いエコノミック・モートの企業のみを投資対象とする戦略(39.7%)を大きく上回るリターンとなっています(【図表8】参照)。

今回の調査で得られた結果は、我々の考え方を支持するものとなりました。

「ESGリスク」と「エコノミ

ック・モート」という2つの指標は、それぞれ単独でも銘柄選択の基準として有益ですが、この2つの指標を組み合わせることさらに優れたパフォーマンスを実現することが可能になることが明らかとなりました。◇

(翻訳:イボットソン 白石育子)

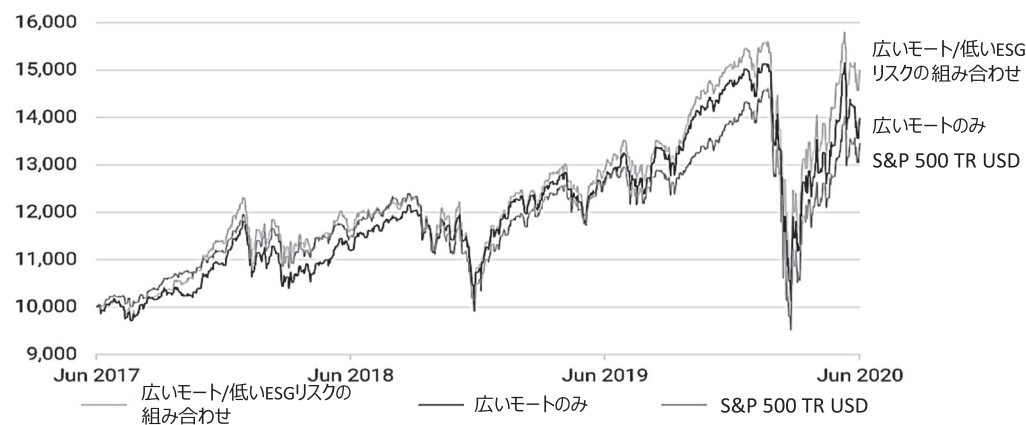
※ 本稿は2020年12月21日に発表されたサステナリティクスによるレポート「Sustainalytics: How Combining ESG Risk and Moat Ratings Can Benefit Portfolios」の翻訳です。

【図表6】 ESGモメンタム & エコノミック・モート リターンとボラティリティ

ESGモメンタム/ モート・カテゴリー	企業数	3年間のリターン (年率換算)	3年間の標準偏差 (年率換算)	ESGリスク・スコアの 変化(平均値)
広いモート	217	11.5%	24.6%	-0.51
「ポジティブ」ESGモメンタム	35	13.1%	22.6%	-5.42
「ニュートラル」ESGモメンタム	162	12.7%	25.0%	-0.13
「ネガティブ」ESGモメンタム	20	-0.7%	24.9%	5.04
狭いモート	598	5.8%	29.6%	-0.66
「ポジティブ」ESGモメンタム	107	8.0%	30.9%	-5.49
「ニュートラル」ESGモメンタム	446	5.7%	29.3%	-0.06
「ネガティブ」ESGモメンタム	45	0.8%	29.9%	4.89
モートなし	555	-3.3%	36.0%	-0.70
「ポジティブ」ESGモメンタム	104	-3.3%	39.5%	-6.17
「ニュートラル」ESGモメンタム	393	-2.4%	35.3%	-0.16
「ネガティブ」ESGモメンタム	58	-9.1%	34.5%	5.49

リターンと標準偏差は、2017年6月30日から2020年6月30日の終値をもとに算出。変化(平均値)は、2018年12月から2020年6月のESGリスク・レーティング。
エコノミック・モート・レーティングは2020年6月30日現在。
出所: Sustainalytics, Morningstar

【図表7】 投資金額1万米ドルから生み出された投資家の富(累積値)



【図表8】 バックテストの結果 - リスク/リターンの統計分析

リスク/リターン	広いモート/ 低いESGリスク	広いモート のみ	S&P 500
累積リターン	50.0%	39.7%	34.3%
標準偏差	18.0%	18.2%	17.6%
シャープ・レシオ	0.71	0.55	0.49
損失標準偏差	12.9%	13.7%	13.6%
最大ドローダウン	-18.7%	-20.1%	-20.6%

期間は、2017年6月30日から2020年6月30日の終値をもとに算出
出所: Sustainalytics, Morningstar