

2021年6月 今月のトピック

『ESGインテグレーションの強度によるパフォーマンス有効性の確認』

アナリスト 木村 信哉

2021年6月21日作成

サマリー

『ポイント』

- 近年グローバル株式ファンドでは、運用プロセスに財務情報だけでなく非財務情報であるESGを投資判断に織り込む動き（ESGインテグレーション）が活発である。本稿ではESGインテグレーションにコミットする強度が高いほどパフォーマンス向上に資するのか、その有効性を検証した。
- 調査対象ファンドには、国内籍の公募グローバル株式ファンドである「モルガン・スタンレー グローバル・プレミアム株式オープン」、「グローバル・ハイクオリティ成長株式ファンド」、「グローバルESGハイクオリティ成長株式ファンド」、「モルガン・スタンレーグローバル・サステイン戦略ファンド」の4本に加え、これらファンドのベースとなるコア戦略を運用しているモルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント（以下、MSIM）の外国籍ファンド「グローバル・フランチャイズ運用戦略」、「グローバル・オポチュニティ株式運用戦略」、「グローバル・サステイン運用戦略」の3戦略を採り上げた。
- 国内籍4ファンドおよび3戦略はいずれも競争優位性や利益・経営陣の質といった銘柄のクオリティの高さを重視している点で共通する。一方、ESGインテグレーションの強度に差があることを利用して、上記有効性を検証するためのパフォーマンス分析を行った。
- 今回はESGインテグレーションの強度を高めることによるパフォーマンス向上の有効性を確認することはできなかった。今後のトラックレコードの蓄積を待って、その有効性を見極めていきたい。

■国内籍ファンドの特徴比較

為替ヘッジの有無や投資対象地域の差異により複数のコースが設定されているが、MSIMの運用戦略がコアとなっている代表的な国内籍の公募グローバル株式ファンド4本を下表にまとめた(左から設定日の古い順)。いずれのファンドもESGの観点を考慮しており、個別銘柄のクオリティを重視した調査・分析に基づくボトムアップ・アプローチによりポートフォリオの組入れ銘柄を厳選している点が共通している。運用管理費用の水準にも大きな差異はない。

2021年4月末基準	モルガン・スタンレー グローバル・プレミアム株式オープン (為替ヘッジなし)	グローバル・ハイクオリティ成長株式ファンド (為替ヘッジなし) (未来の世界)	モルガン・スタンレー グローバル・サステイン戦略ファンド (為替ヘッジなし)	グローバルESGハイクオリティ成長株式ファンド (為替ヘッジなし) (未来の世界(ESG))
委託会社	三菱UFJ国際投信	アセットマネジメントOne	野村アセットマネジメント	アセットマネジメントOne
実質的な運用会社 (外部委託先)	モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント・リミテッド(ロンドン)	モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント・インク(ニューヨーク)がモルガン・スタンレー・アジア・リミテッド(香港)に再委託	モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント・リミテッド(ロンドン)	モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント・インク(ニューヨーク)がモルガン・スタンレー・アジア・リミテッド(香港)に再委託
設定日	2012年2月17日	2016年9月30日	2020年2月28日	2020年7月20日
投資形態	ファミリーファンド方式	ファミリーファンド方式	ファミリーファンド方式	ファミリーファンド方式
純資産残高	1,039億円	7,463億円	123億円	1兆964億円
運用管理費用	税込み年率1.980%	税込み年率1.870%	税込み年率1.925%	税込み年率1.848%
投資対象	日本を含む世界各国の株式	日本および新興国を含む世界各国の株式	日本および新興国を含む世界各国の株式	日本および新興国を含む世界各国の株式
運用方針	高いブランド力、有力な特許、強固な販売網など、競争優位性のある無形資産を裏付けにして持続的にフリー・キャッシュフローを増大させることが期待される「プレミアム企業」に投資	投資アイデアの分析・評価や、ESGの観点も考慮のうえ個別企業の競争優位性、成長力の評価に基づき選定した質の高いと考えられる「ハイクオリティ成長企業」に投資	「プレミアム企業」であることに加え、ESGの観点を勘案したネガティブスクリーニングを実施し、持続的な利益成長が期待できる企業に投資	「ハイクオリティ成長企業」であることに加え、積極的なESG課題への取り組みとその課題解決を通じて競争優位性が持続的に維持され成長が期待される企業に投資
運用プロセスで着目する点	価格決定力、競合に対する耐久力など無形資産の優位性。無形資産の構築・改善に対する経営陣の取り組み姿勢や資本政策。フリー・キャッシュフロー・利回り等のバリュエーション。外部機関のESGスコアを参考。	新しい価値が既存の価値にどのようなインパクトを与え、長期的かつ巨大な変化になるのか大局的な見極め(ディスラプティブ・チェンジ分析)。成長性、競争優位性のほか、財務健全性と銘柄の割安度。	プレミアム株式オープンのアプローチに加え、経営陣や社外取締役と建設的に対話(エンゲージメント)。ESG要因を含む企業が直面している重要な問題と機会を調査し、経営陣が利益の持続に注力しているか確認。	グローバル・ハイクオリティ成長株式ファンドのアプローチに加え、組入れ銘柄のビジネス戦略とESGとの整合性(ESGアライメント)を精査。ESG要素では健康、環境、自由、生産性、マネジメントの責任、文化、信頼に着目。

■国内籍ファンドと外国籍ファンド(運用戦略)のポートフォリオ比較

各国内籍ファンドと各外国籍ファンドのポートフォリオは近似しており、MSIMのコア戦略がベースとなっていることが確認できる。なお、グローバル・プレミアムとグローバル・サステイン、グローバル・ハイクオリティとグローバルESGハイクオリティは類似したファンドだが、ESGインテグレーションの強度が異なることから上位の国、セクター、銘柄および組入れ銘柄数に差異が見られた。

国内籍ファンド 2021年4月末	モルガン・スタンレー グローバル・プレミアム株式オープン	グローバル・ハイクオリティ成長株式ファンド	モルガン・スタンレー グローバル・サステイン戦略ファンド	グローバルESGハイクオリティ成長株式ファンド
上位3カ国	アメリカ 69.8%、イギリス 13.0%、 フランス 6.8%	アメリカ 62.7%、 中国 12.7% 、インド 6.0%	アメリカ 58.5%、 ドイツ 10.6% 、イギリス 9.0%	アメリカ 72.2%、インド 5.9%、 中国 5.3%
上位5セクター	生活必需品 32.0% 情報技術 30.8% ヘルスケア 21.6% 資本財・サービス 5.6% 金融 4.4%	情報技術 36.3% 一般消費財・サービス 26.1% コミュニケ・サービス 16.7% 資本財・サービス 11.6% 金融 6.0%	情報技術 36.4% ヘルスケア 24.5% 生活必需品 16.2% 金融 7.6% 資本財・サービス 6.2%	情報技術 40.3% 一般消費財・サービス 19.0% コミュニケ・サービス 14.8% ヘルスケア 7.3% 資本財・サービス 7.0%
組入れ銘柄数	30	37	35	25
上位5銘柄	マイクロソフト 9.1% フィリップ・モリス 8.4% レキットベンキーザー 7.4% ピザ 5.6% SAP 4.7%	マスターカード 7.5% アマゾン・ドット・コム 7.0% ウーバー・テクノロジーズ 6.3% DSVパナルピナ 5.2% ピザ 4.6%	マイクロソフト 7.1% ピザ 5.5% レキットベンキーザー 5.3% SAP 5.0% ヘンケル 4.5%	マスターカード 8.4% アマゾン・ドット・コム 8.0% ウーバー・テクノロジーズ 7.0% HDFC銀行 5.9% サービスナウ 5.7%
外国籍ファンド 2021年3月末	グローバル・フランチャイズ運用戦略	グローバル・オポチュニティ株式運用戦略	グローバル・サステイン運用戦略	ベースとなるコア戦略なし
上位3カ国	アメリカ 70.5%、イギリス 13.8%、フランス 6.5%	北米 64.1%、環太平洋 13.3%、インド地域 6.2%	アメリカ 67.9%、ドイツ 10.8%、イギリス 9.7%	グローバルESGハイクオリティ成長株式ファンドには直接紐づくMSIMのコア戦略がない。グローバル・オポチュニティ株式運用戦略をベースに、組入れ候補の銘柄に対してビジネス戦略とESGとの整合性を精査する分析(ESGアライメント)が行われ、ポートフォリオの構成銘柄が絞り込まれる。
上位5セクター	生活必需品 32.9% 情報技術 30.8% ヘルスケア 21.5% 資本財・サービス 5.5% 金融 4.4%	情報技術 34.3% 一般消費財・サービス 24.7% コミュニケ・サービス 16.0% 資本財・サービス 11.1% 金融 6.2%	情報技術 37.3% ヘルスケア 24.8% 生活必需品 17.6% 金融 7.9% 資本財・サービス 6.1%	
組入れ銘柄数	29	40	35	
上位5銘柄	マイクロソフト 9.1% フィリップ・モリス 8.4% レキットベンキーザー 7.9% ピザ 5.3% アクセンチュア 5.1%	マスターカード 7.0% アマゾン・ドット・コム 6.4% ウーバー・テクノロジーズ 6.4% HDFC銀行 4.7% DSVパナルピナ 4.7%	マイクロソフト 7.2% レキットベンキーザー 6.0% ピザ 5.3% SAP 4.9% ヘンケル 4.8%	

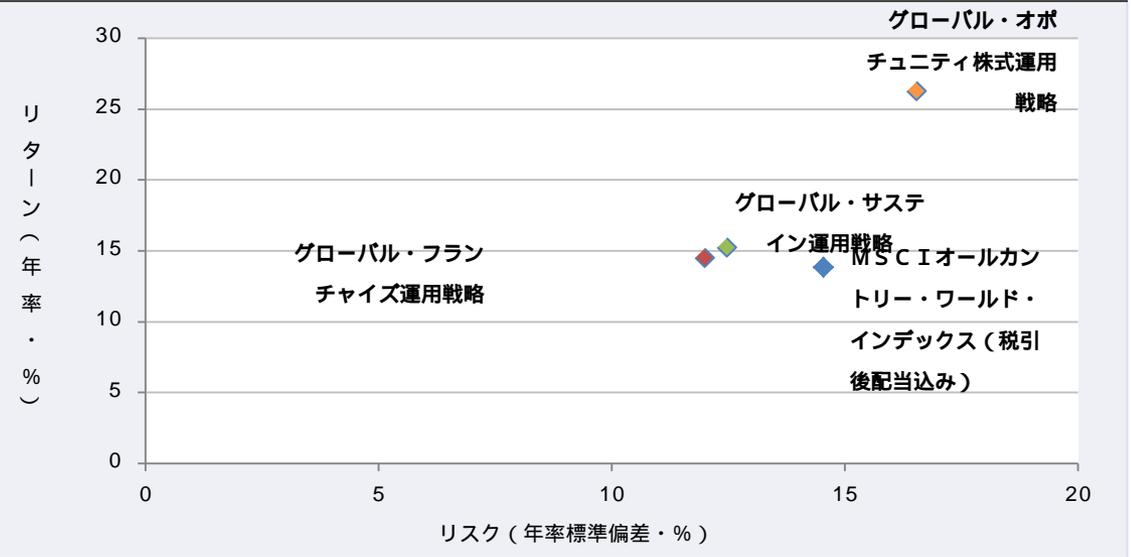
■外国籍ファンド(運用戦略)の特徴比較

ロンドンのチームが運用するグローバル・フランチャイズとグローバル・サステインの両戦略は銘柄のクオリティと下落リスクの抑制を重視し、香港のチームが運用するグローバル・オポチュニティ戦略はディスラプティブ・チェンジ(破壊的変化)のインパクトと投資機会の大きさを重視している。グローバル・サステイン戦略はグローバル・フランチャイズ戦略がベースとなっているが、ESGネガティブスクリーニングを取り入れるほか経営陣等へのエンゲージメントも重視しており、ESGインテグレーションの強度が高い。

	グローバル・フランチャイズ運用戦略	グローバル・オポチュニティ 株式運用戦略	グローバル・サステイン運用戦略
当該戦略をベースとしている国内籍ファンド	モルガン・スタンレー グローバル・プレミアム株式オープン(三菱UFJ国際投信)	グローバル・ハイクオリティ成長株式ファンド(アセットマネジメントOne)	モルガン・スタンレー グローバル・サステイン戦略ファンド(野村アセットマネジメント)
運用開始日	2001年11月28日	2008年5月30日	2013年8月30日
運用哲学	高くオリティと割安度を重視した銘柄選択により株価の下落リスクを抑制	割安度を重視して集中投資することで長期的に優れたパフォーマンスを追求	長期にわたる元本成長と下落相場における下値抵抗
運用方針	フランチャイズ(優位性)を有し複利的に増益するコンパウンダー企業への投資	高くオリティかつ長期的な成長力を有する企業への投資	持続可能な高くオリティ企業への投資 経営陣等へのエンゲージメント
ベンチマーク(参考指数)	M S C Iワールド・インデックス(税引後配当込み)	M S C Iオールカントリー・ワールド・インデックス(税引後配当込み)	M S C Iワールド・インデックス(税引後配当込み)
投資ユニバースの特徴	パーソナルケア、ソフトウェア、ITサービス、飲料はオーバーウェイト 金融、公益事業、通信、素材、エネルギーはアンダーウェイト	情報技術、コミュニケーションサービス、一般消費財サービスはオーバーウェイト 金融、不動産、素材、エネルギー、ヘルスケア、公益事業はアンダーウェイト	たばこ、アルコール飲料、成人向けエンターテインメント、ギャンブル、一般人向け火器/武器、コモディティ、化石燃料、ガス・電力企業は除外
運用プロセスで着目する点	<ul style="list-style-type: none"> ・ブランドのような有力無形資産を有し、投下資本利益率が継続的に高い企業 ・フランチャイズ維持のために有効に資本を活用できる経営陣の能力 ・絶対リスク(株価下落リスク)の水準と運用チームの株価上昇確信度 	<ul style="list-style-type: none"> ・ディスラプティブ・チェンジ(破壊的変化)やESG、財務力などのクオリティ ・市場価格が理論価格(フリー・キャッシュフローの現在価値)を十分に下回るか ・市場のミスプライシングによる投資機会の(オポチュニティ)の大きさ 	<ul style="list-style-type: none"> ・高い投下資本利益率と持続可能な利益 ・フリー・キャッシュフローの創出力 ・環境や社会面の問題を含む重大な脅威に対する抵抗力 ・健全な企業統治構造 ・規律ある資本活用
組入れ銘柄数	20~40銘柄	25~50銘柄	25~50銘柄
運用チーム	インターナショナル・エクイティ運用チーム(ロンドン)	グローバル・オポチュニティ株式運用チーム(香港)(NYのカウンターポイント・グローバル株式運用チームとも協働)	インターナショナル・エクイティ運用チーム(ロンドン)
運用責任者	ウィリアム・ロック氏	クリスチャン・ヒュー氏	ウィリアム・ロック氏

■市場インデックス対比で優位なパフォーマンスを示す3戦略

3戦略のリスク・リターン比較（過去5年、2016年5月～2021年4月）



MSIMの外国籍ファンド(運用戦略)のパフォーマンス(Iシェアクラス、米ドルベースで計測)は左上図のとおりである。

日本および新興国を含む世界株式の代表的指数であるMSCIオールカン トリー・ワールド・インデックス(税引後配当込み、米ドルベース)とのパフォーマンス比較で3戦略は効率性に優れたリスクリターン特性を示した。

3戦略同士の比較では、グローバル・オポチュニティ戦略が他の2戦略に比べてグロース特性が強いため、リスクリターンともに高い水準となった。

なお、ESGネガティブスクリーニングを行うグローバル・サステイナブル戦略はグローバル・フランチャイズ戦略に比べてESG特性がより強いファンドであるが、過去5年間のパフォーマンスからは顕著な差は確認できなかった。

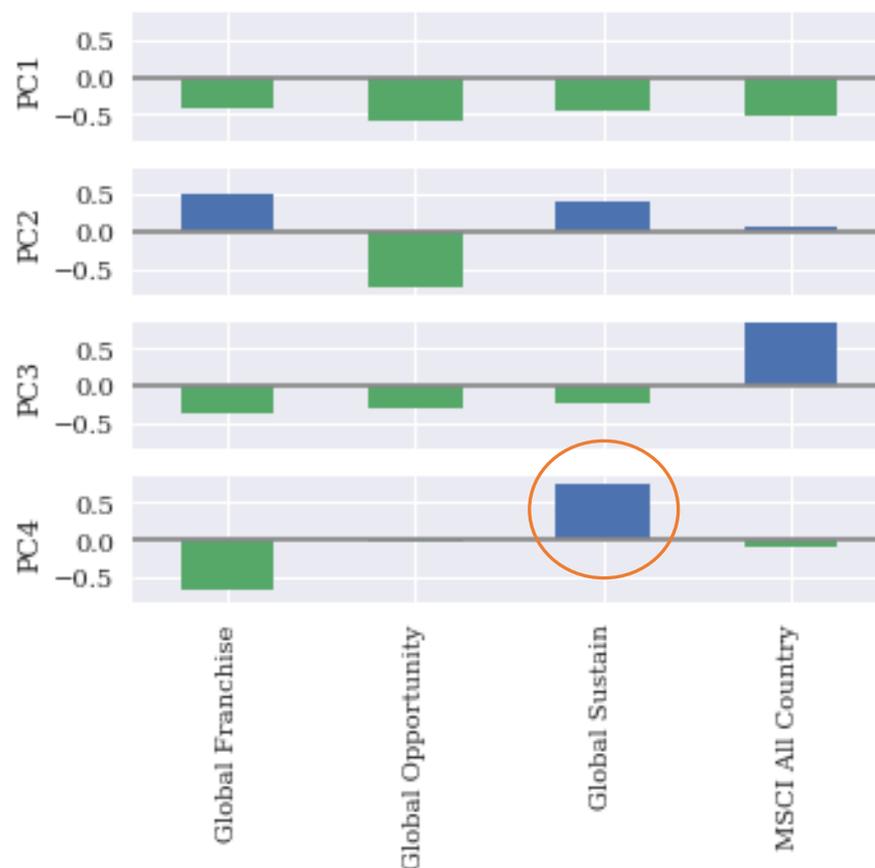
左下図では過去5年間における1年最大ドローダウンを計測している。市場インデックス対比では、3戦略ともに下値抵抗力を示す優位な結果となった。いずれの戦略も銘柄のクオリティを重視したポートフォリオを構築したことが市場の下落時に有効だったと推定される。

3戦略の最大ドローダウン比較（過去5年間の1年最大ドローダウン）



■ ESGインテグレーションの強度とパフォーマンス向上の関連性は確認できず

3戦略+市場インデックスの月次リターン主成分分析
(過去5年、2016年5月～2021年4月)



共通するファクター(主成分)に関するエクスポージャー(≒主成分の重み、負荷量)を掴むことで、ESGインテグレーションの強度について数値的な解析ができないか試みた。

左図はMSIMの3戦略および市場インデックスのパフォーマンスデータによる主成分分析(Principal Component Analysis)の結果である。

ファクターの厳密な特定には追加的な分析が必要であることを認識したうえで、PC1～PC4の各ファクターについて以下の可能性を推定した。

PC1: 株式市場全体の変動

(3戦略および市場インデックスの正負が全て同じ向きである)

PC2: 運用スタイル特性

(グローバル・オポチュニティ戦略が絶対値でみて比較的大きく、かつ市場インデックスがほぼニュートラルである)

PC3: クオリティ特性

(市場インデックスを除いて3戦略の正負が同じ向きである)

PC4: ESGインテグレーション特性

(競争優位性に沿った銘柄選択が共通で、ESGネガティブスクリーニングの有無が異なるグローバル・フランチャイズ戦略とグローバル・サステイン戦略の正負が逆転している)

PC4「ESGインテグレーション特性」では、フィリップ・モリスなどをネガティブスクリーニングで除外しているグローバル・サステイン戦略のエクスポージャーが最も大きい(強度が高い)。ただし、前頁で見たとおり、グローバル・フランチャイズ戦略との顕著なパフォーマンス差はなかったことから、ESGインテグレーションの強度とパフォーマンス向上の関連性は今のところ認められない。

■有効性検証には今後のトラックレコード蓄積が待たれる

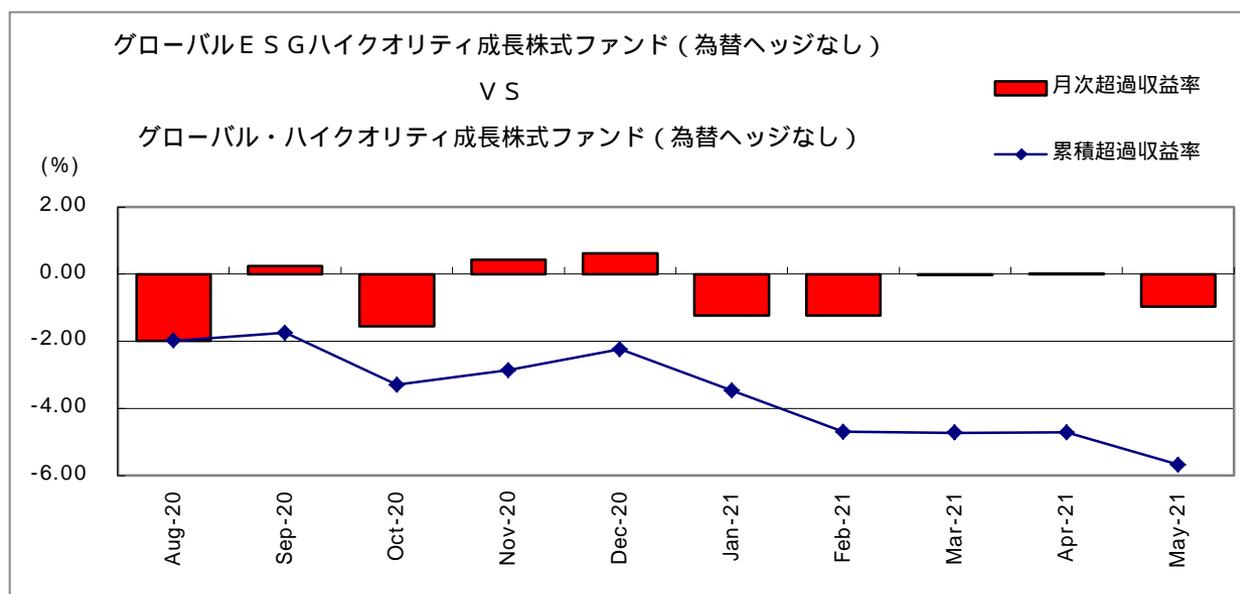
グローバル・オポチュニティ戦略についてもESGインテグレーションの強度とパフォーマンス向上の関連性を確認したいが、当戦略にはグローバル・サステイン戦略に相当するような派生運用戦略がない。

ここでは、グローバル・オポチュニティ戦略をベースとする国内籍ファンドのグローバル・ハイクオリティとグローバルESGハイクオリティのパフォーマンスを比較した。

計測期間が10ヵ月(2020年8月～2021年5月)と短い、ESGインテグレーション強度の高いグローバルESGハイクオリティのパフォーマンスはグローバル・ハイクオリティに劣後し、累積超過収益はマイナス約5.7%となった。

以上、これまでの検証結果からは外国籍ファンド(運用戦略)および国内籍ファンドともにESGインテグレーションの強度を高めることによるパフォーマンス向上への有効性は認められなかった。

ただし、ESGファクターが銘柄のパフォーマンスに影響を及ぼすにはある程度長期の時間を要することが想定される。今後のトラックレコードが蓄積されるのを待って、その有効性を見極めていきたい。



※月次超過収益率は、グローバルESGハイクオリティの月次リターンからグローバル・ハイクオリティの月次リターンを差し引いて算出。
累積超過収益率は、月次超過収益率を足し上げて算出。

- Ⅰ 本レポートに関する著作権、知的財産権等一切の権利は三菱アセット・ブレインズ株式会社(以下、MAB)に帰属し、許可なく複製、転載、引用することを禁じます。
- Ⅰ 本レポートは、MABが信頼できると判断した情報源から入手した本レポート作成基準日現在における情報をもとに作成しておりますが、当該情報の真実性・正確性をMABにて調査・確認したものではありません。
- Ⅰ MABは、本レポートの利用に関連して発生した一切の損害について何らの責任も負いません。
- Ⅰ 本レポート中のグラフ・数値等は、あくまでも本レポート作成基準日までの過去の実績を示すものであり、将来の運用成果を保証するものではありません。
- Ⅰ 本レポートは、情報提供を目的としたものであり、投資信託の勧誘のために作成されたものではありません。
- Ⅰ MAB投信指数「MAB-FPI」(以下、本指数)に関する著作権、知的財産権等一切の権利はMABに帰属し、許可なく複製、転載、引用することを禁じます。また、本指数を商業的に利用する場合にはMABの利用許諾が必要です。

【照会先】

三菱アセット・ブレインズ株式会社

アナリストグループ

標(しめぎ)・長島

03-6721-1039

analyst@mab.co.jp

〒107-0062

東京都港区南青山1丁目1番1号 新青山ビル西館8階

TEL:03-6721-1010 FAX:03-6721-1020

URL <https://www.mab.jp/>

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第1085号

助言・代理業、投資運用業

加入協会名 一般社団法人 日本投資顧問業協会