

サステナブル投資

ESG テーマ型株式投資とは

2018年8月1日

Chief Investment Office WM

Rachel Whittaker, CFA, Analyst; Melissa Spinoso; Andrew Lee, Head of Sustainable and Impact Investing; Alexander Stiehler, CFA, Analyst; Philippe G. Müller, CIIA, Head Global Investment Themes

- ESGテーマのアプローチでは、環境・社会・ガバナンス(ESG)要素に関連した特定のテーマの恩恵を受けると考えられる銘柄に投資する。
- ESGテーマ銘柄は、伝統的なインデックス指向型投資を上回るリターンを提供し、サテライトのポートフォリオに適している。ESG投資は長期的な視点で考える必要がある。
- ESGテーマ戦略はアクティブ戦略およびパッシブ戦略で可能であり、複数のテーマにわたる分散投資によって、伝統的なベンチマークと比べて、ボラティリティ(変動率)を大幅に縮小させることができる。

我々の見解

サステナブル投資は、幅広い資産クラスに適用できる。ポートフォリオのリスク/リターン特性は伝統的なアプローチと同様に競争力を維持しつつ、環境や社会にプラスの効果をもたらす。投資家のポートフォリオにそれぞれのパフォーマンス目標及び価値観の両方を反映させることを可能にする。

ESGテーマに関連した銘柄に投資するアプローチでは、世界的な社会構造のトレンド(人口増加、高齢化、都市化)がさらに強まり長期化するなか、明白な特定の環境、社会、またはガバナンス(ESG)要素に的を絞った投資戦略を特定する。そして、どの業界や企業が最も恩恵を受ける立場にあるのかを選定し、それらを考慮に入れたポートフォリオを構築する。ESG要素の例として、水管理や気候変動、教育や医療へのアクセス、ジェンダー多様性が挙げられる。

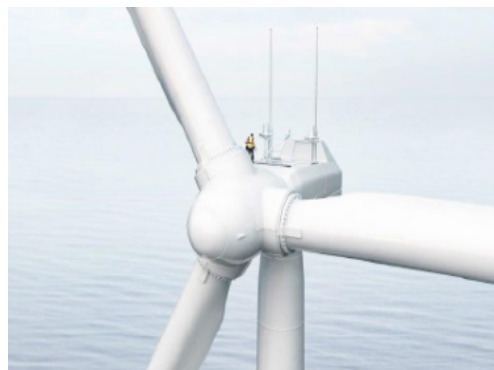
投資家はESGテーマ銘柄への投資を利用して、個人的に重視する問題に資本を振り向けつつ、国連の持続可能な開発目標(SDG)によって浮き彫りにされる社会・環境問題の解決に貢献することができる。我々は株式テーマ投資はインパクト投資としての要件を満たしていないと見ている。

テーマ戦略は、構造的な長期トレンドに注目するため、長期的にアウトパフォームが見込まれている。複数のテーマを採用するアプローチをコアとしてグローバル銘柄で構成し、個別テーマ戦略は多様化したコアを補完するサテライト投資として用いることができる。

ESGテーマ銘柄とは

ESGテーマ投資戦略は、ESG要素に関連する特定のテーマを識別し、どの業界と企業がこうしたトレンドによる恩恵を最も受ける立場にあるかを選定し、そのテーマのフレームワークに基づいてポートフォリオを構築するものである。ここでのアプローチはESGリーダーズ・アプローチ(全体的に見た企業の平均的な持続可能性を評価)とは違い、特定の問題に特化する。よって、いくつかのESG評価基準では低評価を示す企業も、重要な持続可能性問題に対処する製品やサービスの提供では一定の役割を果たす可能性がある。

ESGテーマへの我々の投資アプローチは、人口増加、高齢化、都市化という3つの長期的なグローバルトレンドに基づいている。このアプローチでは、こうした継続的なトレンドの結果生じる、環境・社会問題を特定する。これら



出所: UBS

サステナブル投資

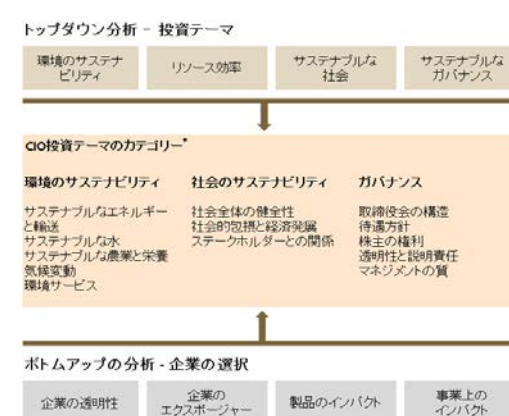
の問題はリスクもあるが、手ごろな価格での質の高い医療の利用、清潔な水、汚染の減少または緩和といった喫緊の課題に対処できる製品およびサービスへの投資は、社会面・環境面でのプラス効果とともに、魅力的な商業的リターンが得られる可能性を持つ。その結果、こうした分野で積極的な企業が、経済サイクルに渡って平均を上回るペースで収益を増やすと予想する。

関連する環境テーマの例に、水管理と廃棄物管理、エネルギー効率化の方法、気候変動の緩和と適応策がある。社会的テーマにはサプライチェーン管理、個人向け融資へのアクセス、より良い住居、教育、医療を確保する方法などがある。ガバナンステーマは取締役会の多様性と企業の透明性の問題に対処する（長期テーマと関連企業を特定するためのCIOのフレームワークは、図表1を参照）。

表1は、喫緊の持続可能性問題の解決策を備えた企業との関わり方を提示する、我々の長期投資(LTI)フレームワーク内の数々のテーマを示している。それらのすべては図表2が示すSDGで検討される、1つあるいは複数の問題と深く関連している。長期投資リストは完成したものではなく、そこには今後も新たなテーマが追加される。我々は各テーマに関するリサーチを発表し、テーマ別の牽引要素とそれらから恩恵を受ける業界または技術を詳細に説明する。

投資家はESGテーマのアプローチを、コア投資とサテライト投資の両方に採用することができる。そして個人的に重要視する問題に資本を振り向けつつ、SDGによって浮き彫りにされる社会・環境問題に対処することが可能だ。ESGテーマ投資は、投資家が特定の社会・環境テーマを支持し、実際に結果を出すために貢献する上で重要な方法である。

図表 1: 長期投資トピック・クラスターの概要



* 各トピック・クラスターには複数のサブ・カテゴリーが含まれているが、簡略化のため省略している。

出所: UBS CIO

図表2: 国連の持続可能な開発目標(SDGs)

2030年までに17の目標達成を目指す



出所: 国連(2018)

サステナブル投資

表 1: 国連の持続可能な開発目標 (SDGs) に対応した投資機会
サステナビリティの視点に立った CIO の長期テーマ

長期テーマ	関連する国連の SDGs	投資機会
 水不足 清潔な水の供給と効率的な水の使用を確実にする	 	水インフラ、水処理、水資源の管理、農業技術 (灌漑整備等)
 廃棄物管理とリサイクル 増加する廃棄物の減量、再利用、リサイクルと処理	 	新興国市場に重点を置いた廃棄物管理
 農作物の収量 増加する世界人口に食糧を供給するため、農作物の収量を増やす	  	農業機器、バイオテクノロジー、灌漑技術、肥料メーカー
 きれいな空気と二酸化炭素の削減 二酸化炭素排出を削減し、地域の大気の質を改善する	  	再生可能エネルギー、エネルギー効率・貯蔵、クリーン燃料、排出制御技術、炭素回収・貯蔵
 新興国のインフラ 生産性と競争力を高める、持続可能なインフラの提供	 	輸送インフラ、給水設備、衛生サービス、手ごろな価格での住宅供給、公益事業
 エネルギー効率 エネルギー効率化で、資源を保護し二酸化炭素排出量を削減する	  	ビルシステム、産業プロセス、輸送インフラ、技術・ソフトウェア
 再生可能エネルギー 化石燃料に代わる再生可能でクリーンなエネルギーを供給して、拡大するエネルギーニーズを満たす	 	再生可能エネルギープロジェクトのデベロッパー、風力タービン、太陽光発電メーカー、公益事業
 大量輸送鉄道 急成長を遂げるアジアの都市で、自然資源を節約し、渋滞と二酸化炭素排出量の増加に対処する	  	大量輸送鉄道との関わりが深い企業 (工事請負業者、資本設備供給業者、運行会社、不動産デベロッパー等)
 オートメーションとロボット オートメーションで賃金上昇と人口動態の変化がもたらす問題に対処する		産業用オートメーション・ロボット技術、産業用ソフトウェア
 教育サービス 民間セクターの取り組みを通して、教育の範囲を広げて質を改善する	 	教育サービス企業
 新興国の医療 新興国市場を中心に、ヘルスケアサービスへのアクセスを改善する	 	ヘルスケア設備・用品、ヘルスケア提供者・サービス、製薬会社、バイオテクノロジー企業
 ジェネリック薬品 ジェネリック薬品の利用を通して、必要不可欠な薬品のコストを節約し、アクセスを広げる		ジェネリック薬品メーカー
 医療機器 生活の質を改善し、人々が経済に貢献できるようにする		整形外科用インプラント、心血管装置、歯科用インプラント、視度補正レンズ、補聴器等の医療機器メーカー
 肥満 肥満の防止と治療で生活の質を改善し、保険医療コストを削減する		消費財 (健康食品、フィットネス、スポーツウェア)、ヘルスケア (肥満と関連疾病の治療)
 オンコロジー (がんの治療関連) 革新的ながん治療を通して、命を救い、保険医療コストを削減し、経済への負担を軽減する		腫瘍学に大きなエクスポージャーがあるバイオ医薬品会社
 老人ホーム 拡大する介護付き施設への需要を満たす		高齢者向け住宅に大きなエクスポージャーがある不動産会社、高齢者福祉施設に特化した企業、外来診療
 退職関連プランニング 民間の預金制度を通して、表面化しつつある年金ギャップに対処する		ウェルスマネジメントサービス、資産運用、生命保険での売上が多い企業
 セキュリティと安全性 データと物理的資産を保護して、セキュリティと安全性を確保する		サイバーセキュリティ、テスト、検査・認証、生命科学ツール、商業施設・住宅建設のセキュリティに注目した製品とサービス

出所: UBS CIO

サステナブル投資

パフォーマンスの検討

ESG 投資では様々なテーマとアプローチがあるため、ESG テーマ型株式のパフォーマンスについて一般論で語るのには難しい。テーマ型戦略のパフォーマンスは通常、投資対象のユニバースを代表する MSCI オール・カンントリー・ワールド指数のようなグローバル・ベンチマークとの比較で評価されることが多いが、特定ベンチマークと厳密に比べて運用されるわけではない。ESG テーマ型戦略は、各国市場に対して通常平均を上回る成長が見込まれるテーマとトレンドに基づき、長期的にアウトパフォームすると期待される。

ESG テーマには景気循環的な性質もあれば、ディフェンシブや景気循環に逆行するものもある。テーマ型投資を行う投資家は十分に長期の投資期間を取り、短期的な標準ベンチマークとの運動性にこだわるべきではない。テーマ型投資アプローチでは、主要ベンチマークには含まれない中小型株に投資することがあり、そのため伝統的な指数が指向しない投資や分散の機会を提供する(2018 年 UBS)。

さまざまな業界動向を生かすためにテーマを組み合わせる時でも、マクロ経済やトップダウンの視点から特定のテーマの持つ相対的な魅力を包括的に捉えることが望ましい。市場全体を上回るパフォーマンスは、適切に複数テーマを選び、組み合わせるだけでなく、これらのテーマを体現すべく適切な株式を選別することによって可能になるだろう。事実、テーマ型投資ファンドではボトムアップ・アプローチを採用しているところが多い。つまり、最初にテーマ全体で最も魅力的な特性を持つ株式を選別し、その後でその銘柄をテーマの分散目標に照らし調整する。だがこれは、ESG テーマ型投資戦略がそのベンチマークから必ずしも著しく乖離することを示している訳ではない。というのは、ESG テーマ型投資戦略は採用する具体的なアプローチやベンチマークによって決まるからだ(次項「ESG テーマ型株式の投資方法」参照)。

図表 3 と 4 は、水とクリーンエネルギーの主なファンドのパフォーマンスを示したものだ。これを見るとまず、ある 1 つのテーマの中でさえもファンドのリターンに大きな格差が生じることがわかる。これは特にクリーンエネルギーのファンドで顕著だが、ファンドのパフォーマンスが再生可能エネルギーというテーマ全体だけでなく、特定の種類の再生可能エネルギーのパフォーマンスにも大いに連動しており、サブテーマや銘柄選定の重要性が確認できる。もう 1 つわかることは、テーマが異なると、リターンの源泉も異なるためパフォーマンスにかなりばらつきが生じることであり、テーマの分散の重要性が認識される。

ESG テーマ型株式の投資方法

上場株式への ESG テーマ型投資アプローチは、選択した金融商品、分散水準、戦略がアクティブかパッシブかといった要因によって変わる。

ファンドか個別銘柄か

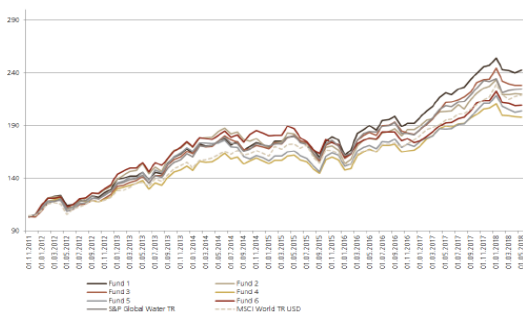
投資家は特定のテーマに投資する際、個別銘柄を選別して株式ポートフォリオを形成することができる。そうすることで投資家の判断をより色濃く反映し投資テーマを絞り込むことができるが、集中リスクは高まる可能性がある。一方、ファンドに投資すれば高い分散効果とアクティブ運用が期待できるものの、取り組むテーマに対する投資家の影響力は薄まる。

複数テーマか単一テーマか

投資家とファンドマネジャーは関心に応じて複数のテーマか、単一のテーマを追求できる。個別テーマの短期と長期のパフォーマンスは個別要因に大きく左右され、標準ベンチマークのパフォーマンスと大きく乖離しうる。単一テーマのファンドやポートフォリオはコア・サテライト運用(保有する資産をコア(中核)部分とサテライト(衛星)部分に分けて考え運用する手法)のサテライト部分の投資として魅力的な選択肢だ。コア部分については、一般的に複数テーマに分散する投資手法を推奨する。過去のパフォーマンス分析

図表 3: 水ファンドのパフォーマンス(セクション)
米ドルベース、機関投資家シェア・クラス、累積投資

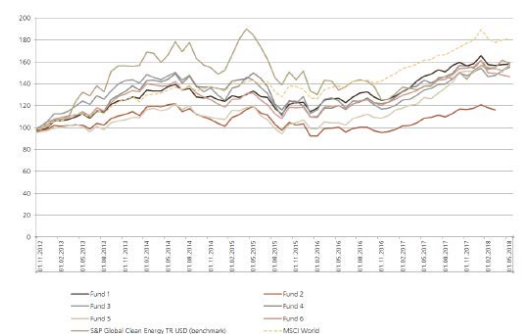
2012年10月 - 2018年5月



出所: トムソン・ロイター(2018)

図表4: クリーンエネルギー・ファンドのパフォーマンス(セクション)
米ドルベース、機関投資家シェア・クラス、累積投資

2012年10月 - 2018年5月



出所: トムソン・ロイター(2018)

サステナブル投資

によれば、単一テーマに特化した投資手法の変動率(ボラティリティ)は、複数テーマを選択した手法よりも MSCI オール・カントリー・ワールド指数などの従来のベンチマークと比べ上昇する公算が大きい。

アクティブかパッシブか

ESG テーマ型投資はアクティブ運用に非常に向いている。特に中小企業の財務数値や ESG データは必ずしも入手可能ではなく、またその質も高くない。こうした状況において最適なのは、特定テーマに注力する専門企業への投資だが、徹底した調査が必要である。複数テーマ型ファンドについては、異なるテーマ間の長期的な相対ウェイトがパフォーマンスを大きく左右するため、よりアクティブな手法だといえる。ただし、水をテーマにした S&P ウォーター指数やジェンダー平等をテーマとしたソラクティブ・エクイリープ・グローバル・ジェンダー・イクオリティ指数など、特定のテーマ型指数についてはパッシブ ETF 商品も増えている。

専門企業か大型株か

特定 ESG テーマ型戦略を採用すると、主要ベンチマークに含まれていない中小の専門企業に偏りがちになる。この投資は伝統的な指数がもたらす方向性とは違う機会を提供するため、サテライト・ポートフォリオに適している。また ESG テーマ型投資では、一事業に特化している訳ではないが、当該事業への投資額が大きい大型株を選択することもできる。この投資手法では対象を特定テーマに絞り込まないポートフォリオになるが、ベンチマークに近い運用ができるため、従来の大型株ポートフォリオの代替として興味深い。

図表 5 は、ESG テーマ型株式ファンドを選ぶ際に投資家に役立つ質問事項の一覧である。

主なリスク

テーマ型投資は確立された株式投資手法で、ESG 以外の幅広いトレンドや業種テーマも含まれる。株式ポートフォリオ投資に伴う一般的なリスクは ESG リーダーズ・アプローチにも当てはまるが、その他に、テーマ型投資や ESG 固有のリスクも数多くみられる。

- ・ **変動率が高まる可能性:** 単一テーマに注力するので、結果として個別銘柄や小型株のボラティリティが高まり標準ベンチマークとの相関が低下することがある。これがパフォーマンス向上につながる可能性もあるが、テーマ固有の動向に影響が集中することを考えると、一定期間パフォーマンスが低迷することもある。こうしたテーマが開花するには時間がかかるため、投資期間が長い投資家に適している。
- ・ **予期せぬサステナブル投資の影響:** ESG テーマ型投資では、持続可能な事業を行っており、重要なサステナビリティ上の課題に取り組む製品やサービスを提供する企業に焦点を当てるべきである。だが、企業が ESG 要素に関する最低基準を順守しないリスクは常にある。特に問題となるのは、企業が自社の活動に伴う予期せぬ結果を考慮せず、またそれに対応もせず、達成したその他プラスの影響を企業が台無しにしてしまうリスクもある。

社会および環境への寄与

ESG テーマ型戦略により投資家は、重要な課題と見なす社会・環境問題に対処する具体的なテーマに特化した製品やサービス、アプローチを持つ企業の銘柄を流動性のある株式ポートフォリオの一部として保有することができる。

テーマ型投資は国連の持続可能な開発目標(SDG)と明確に関係しているため、上場株式を通じた ESG テーマ型投資をインパクト投資と称して売り出すケースが増えている。だが我々はこれをインパクト投資と捉えていない。

図表 5: テーマ型 ESG 株式ファンドのチェックリスト
ファンド選定に役立つ質問事項

✓	ファンドは、投資家が最も興味があるか/将来有望だと思うテーマに投資しているか？
✓	ファンドは、投資テーマから恩恵を受けるだけでなく、持続可能なソリューションを提供する企業に投資しているか？
✓	ファンドのリスク/リターン特性は投資家のリスク特性に合っており、ファンドをコアかサテライトのどちらとして投資するか明確に決まっているか？
✓	ファンドマネジャーは、投資家の価値観に合う ESG テーマ型アプローチに加えて、ネガティブ・スクリーニングや最低基準を実施しているか？
✓	特に単一テーマに投資することにした場合、投資期間は十分に長いのか？ある期間にパフォーマンスが大きく打撃を受けても耐えられるか？

出所: UBS CIO

サステナブル投資

我々は、金銭的なリターンの他に、社会や環境に対して影響を与えることを目的とし、組織、ファンドに資金を提供するものをインパクト投資として定義している。実際には、望ましい金銭的なリターンの創出の他に、何がインパクト投資にふさわしいかを以下の3つの基準ベースに検討する。1) 持続可能な投資パフォーマンスに加えて、社会や環境にプラスの影響を与える、明確な公式目標があること、2) 投資結果が特定の指標と関連しており、それを基本シナリオやベンチマークと比較して測定していること、3) 投下資本自体が意図した結果と正の相関にあることを検証していること、という3点である。さらに、我々はインパクト投資による追加性(追加的効果)を求める。仮にインパクト投資を行わなかった場合、インパクト投資を行った場合、あるいはインパクト投資なしでも社会と環境に与えられた影響(インパクト)を比較することで、インパクト投資によって生じた付加価値となる追加性を測る。

上場企業への投資は、流通市場で所有権をある株主から別の株主に譲渡することにすぎないため、我々はこの点がインパクト投資の定義を満たしていないと考える。だが、ESG テーマ型株式に投資することで、投資家はポートフォリオを通じて個人の価値観と一致する社会や環境の目標に幅広く貢献することができる。

テーマ型アプローチは、インパクト投資に必要な基準を満たしていない。しかし、この投資を通じて投資家は、企業に対し、社会的・環境的なテーマに貢献し結果にコミットすることのできる製品、サービス、アプローチを取りそろえることの重要性を伝えることができる。

参考文献

Global Sustainable Investment Alliance (2016). Global Sustainable Investment Review.

UBS CIO Wealth Management (2016). Doing well by doing good.

UBS CIO Wealth Management (2018). Longer Term Investments.

UN (2018). Sustainable Development Knowledge Platform.
<https://sustainabledevelopment.un.org/?menu=1300>

Appendix

免責事項と開示事項

本レポートは、UBS CIO ウェルスマネジメントリサーチが作成したリサーチレポートをもとに、UBS 証券株式会社が作成したものです。なお、本レポートは、UBS 証券株式会社（以下、「当社」）のほか、その業務委託先である UBS 銀行東京支店を通じて配布されることがあります。本レポートは情報提供のみを目的としたものであり、投資やその他の特定商品の売買または売買に関する勧誘を意図したものではありません。本レポートに掲載された情報や意見はすべて当社が信頼できると判断した情報源から入手したものです。その正確性または完全性については、明示・黙示を問わずいかなる表明もしくは保証もいたしません。本レポートに掲載されたすべての情報、意見、価格は、予告なく変更される場合があります。UBS AG（以下、「UBS」）および UBS グループ内の他の企業（またはその従業員）は随時、本レポートで言及した証券に関してロングまたはショート・ポジションを保有したり、本人または代理人として取引したりすることがあります。あるいは、本レポートで言及した証券の発行体または発行体の関連企業に対し、助言または他のサービスを提供することもあります。一部の投資は、その証券の流動性が低いためにすぐには現金化できない可能性があります。そのため投資の価値やリスクの測定が困難な場合があります。先物およびオプション取引はリスクが高いと考えられ、また、過去の実績は将来の運用成果等の指標とはなりません。一部の投資はその価値が突然大幅に減少する可能性があり、現金化した場合に損失が生じたり、追加的な支出が必要になったりする場合があります。また、為替レートの変動が投資の価格、価値、収益に悪影響を及ぼす可能性があります。当社は、お客様固有の投資目的、財務状況、ニーズを考慮に入れることはできません。金融商品・銘柄の選定、投資の最終決定は、お客様ご自身のご判断により、もしくは、自ら必要と考える範囲で法律・税務・投資等に関する専門家にご相談の上でのお客様のご判断により、行っていただきますようお願いいたします。

金融商品取引法による業者概要及び手数料・リスク表示

商号等：UBS 証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 2633 号

加入協会：日本証券業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

一般社団法人日本投資顧問業協会

UBS 証券株式会社における国内株式等の売買取引には、ウェルスマネジメント本部のお客様の場合、約定代金に対して、最大 1.00%（税抜）、外国株式等の売買取引には、約定代金に対して最大 1.25%（税抜）の手数料が必要となります。ただし、金融商品取引所立会内取引以外の取引（店頭取引やトストネット取引等の立会外取引、等）を行う場合には、個別にお客様の同意を得ることによりこれらの手数料を超える手数料を適用する場合があります。この場合の手数料は、市場状況、取引の内容等に応じて、お客様と当社の間で決定しますので、その金額等をあらかじめ記載することはできません。インベストメント・バンク部門のお客様については、お客様ごとの個別契約に基づいて手数料をお支払いいただくため、手数料の上限額や計算方法は一律に定められておりません。国内株式等の売買取引では手数料に消費税が加算されます。外国株式の取引には国内での売買手数料の他に外国金融商品市場での取引にかかる手数料、税金等のお支払いが必要となります。国により手数料、税金等が異なります。株式は、株価の変動により損失が生じるおそれがあります。外国株式は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。不動産投資信託は、組み入れた不動産の価格や収益力などの変化により価格が変動し損失が生じるおそれがあります。

当社において債券（国債、地方債、政府保証債、社債、等）を当社が相手方となりお買い付けいただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。債券は、金利水準の変動等により価格が上下し、損失を生じるおそれがあります。外国債券は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

当社における投資信託のお取引には、直接的にご負担いただく手数料として申込手数料があり、申込代金に対して上限 3.00%（税抜）です。間接的にご負担いただく手数料として運用報酬（信託報酬）があり、各ファンドの平均純資産額の年率 2.34%（上限）（ファンドごとに異なりますので、各ファンドの目論見書または販売用資料をご覧ください。）およびその他費用がある場合があります。その他の費用は、保有期間等によりご負担が異なりますので、表示することができません。投資信託は組み入れた有価証券の価格や為替相場などの変化により価格が変動し、損失が生じるおそれがあります。

外貨建て有価証券を円貨で受払いされる場合にかかる為替手数料は、主要通貨の場合、当社が定める基準為替レートの 1%または 1 円のどちらか大きい方を上限とします。非主要通貨の場合には、基準為替レートの 2%を上限とします。

本レポートは、資産クラスや市場に関する参考情報の提供を目的としており、特定の商品の取引を想定したものではありません。本レポートに記載されている資産クラスや商品群には、当社または業務委託先である UBS 銀行東京支店で取り扱っていないものも含まれています。

金融商品仲介等業務を行う登録金融機関

商号等：ユービーエス・エイ・ジー（銀行）東京支店 登録金融機関 関東財務局長（登金）第 605 号

加入協会：日本証券業協会、一般社団法人金融先物取引業協会

© 2018 無断転載を禁じます。UBS はすべての知的財産権を留保します。UBS による事前の許可なく、本レポートを転載・複製することはできません。また、いかなる理由であれ、本レポートを第三者に配布・譲渡することを禁止します。UBS は、本レポートの使用または配布により生じた第三者からの賠償請求または訴訟に関して一切責任を負いません。