

重要な事柄を 測定する

本質的価値の範囲を拡大してESGを含める
UBS アセット・マネジメント



「我々は...本質的価値が捉えにくい
概念であることを認識し
なければならない」

ーベンジャミン・グレアムおよびデヴィッド・ドッド.

執筆者：

Bruno Bertocci

UBSアセット・マネジメント サステナブル株式
運用チーム責任者、
グローバル・サステナブル株式及びグローバル・
サステナブル・インパクト株式のリード・ポート
フォリオ・マネジャー

Dinah A. Koehler

サステナブル投資リサーチ

Christopher Greenwald

サステナブル&インパクト投資リサーチ及び
コーポレートガバナンス責任者

Adam Jokich

クオンツ株式アナリスト

ESG（環境・社会・ガバナンス）データへの積極的アプローチ

株式のアクティブ運用で成功を収めるカギは、市場のミスプライシングを利用して超過リターンを生み出すために、株式の本質的価値を正確に測定する能力を持つことです。UBSアセット・マネジメントの本質的価値株式プラットフォームは、ブリンソン・パートナーズが1989年に基礎を築いたことに始まり、その後1994年のUBS（旧スイス・バンク・コーポレーション）によるブリンソン・パートナーズ買収を経て、この領域における長期で豊富な実務経験を有しています。

当社のリサーチ・プロセスでは、複数段階で構成されるフォワードルッキングなキャッシュフロー・モデル（UBSグローバル株式評価システム）が中核となっています。当モデルでは株式の本質的価値に関する社内アナリストの独立した見解が示されています。当社の見解によれば、重要なサステナビリティ要因を組み込むことは、リサーチ・プロセスの延長線上にあり、本質的価値の「捉えにくい」側面を把握する能力の向上につながります。本稿では、当社がなぜ財務以外の重要なサステナビリティ要因を組み込んだ当社独自のデータベースを構築することによって、このリサーチ・プロセスを延長する選択を行ったかについて説明します。リサーチ・プロセスの延長は、伝統的な財務分析に対する新たなレベルでの有益な洞察をもたらします。

重要性への道：自社独自のESGデータベースの構築

株式のアクティブ運用の分野において、投資家は株式の本質的価値を決定し、その上で本質的価値と市場価格との差を利用することにより、当該のベンチマークを上回る超過リターンを生み出さなければなりません。ベンジャミン・グレアムとデヴィッド・ドッドは、株式市場は短期的には投票機だが、長期的には計量器であると、バリュエーション投資の根底にある哲学を総括しています。つまり、株式の真の価値は短期的には必ずしも反映されない場合があると指摘したのです。本質的価値を独自に推定し、過小評価された企業に積極的に投資する当社の能力は、投資の長期的成功にとって不可欠なものです。本質的価値を正確に推定し、市場のミスプライシングを利用することができれば、顧客のために超過リターンを生み出すことが可能です。UBSアセット・マネジメントは本質的価値を推定するための体系的な方法として、複数段階で構成されるバリュエーション・モデルを30年以上にわたり使用しています。

株式の本質的価値の評価にあたっては、定性的データも重要です。にもかかわらず、従来、財務データに重点が置かれてきました。グレアムとドッドは定性的要因が「...極めて重要である...」と同時に、「賢明に対応するのが極めて難しい」と指摘しています。

実際、定性的要因はいわゆる「数理的制御」の対象では必ずしもないかもしれませんが、しかし、重要なサステナビリティ要因の報告基準の進化に伴い、アナリストによるサステナビリティデータの検討は可能になっただけでなく、望ましいものとなっています。一連のデータの範囲を拡大してサステナビリティ要因を含めることによって、投資プロセスに対する付加的な効果が得られることを示す証拠が増えています。その結果、必要なサステナビリティ・データを分析プロセスに含めることは、質の高い経営陣と従業員、イノベーション、資本の利用、そして企業の将来の事業見通しに影響を及ぼす可能性のある他の重要なインプットなどに関する情報を提供できる、非財務要因を特定するための協調的な取り組みとみなされます。

本質的価値の評価は、我々運用者ができる唯一のことであると、当社は考えています。成功を収めるために多くの情報源から情報を収集する一方で、投資テーマにつながる全体的な情報網を共有化しなければなりません。この見解には2つの重要な理由があります。一点目は、品質と正確性を確保するため、全てのインプットの共有化が必要と考えていること、二点目は、思考プロセスの共有化により、独自の分析において成功した点と間違った点を特定し、必要に応じて軌道修正することができることです。

こうした理由から、当社はそれを投資プロセスに組み込むため、約10年前に自社のサステナビリティ・データベースと企業のスコア化の開発に着手しました。この取り組みの中核には、どの要因とインプットが重要で、どれが重要でないかを決定できるのは、アクティブ運用投資家としての当社に他ならないとの信念がありました。当社独自のキャッシュフローの推定にもっぱら依拠していることと全く同じことです。当社は外部による評価を十分に認識していますが、優れたリターンを生み出すにはコンセンサスとは異なる正しい見解を持たなければならないことも認識しています。このアプローチなしには成功する可能性は低いと考えます。

1 ベンジャミン・グレアム／デヴィッド・ドッド著「Security Analysis」（邦題：証券分析）、Whittlesey House（McGraw-Hill Book Co.）、1934年

2 学術研究の要旨については以下のご参照ください。Mercer著「Responsible Investment's next decade: Developing CalPERS Total Fund process for ESG Integration」CalPERS ESG理事会ワークショップのために作成された2011年8月15日付討議資料。ドイツ銀行グループ著「Sustainable Investing: Establishing Long-Term Value and Performance」2012年。Dinah A. Koehler／Eric J. Hespeneide著「Finding the value in environmental, social and governance performance」、Deloitte Review、Vol. 12、2013年1月

同様に、（業績予想が存在するように）目的のために役に立つESG格付けが存在しますが、当社は自ら重要と考える基本的データを重要視します。テストを実施し、必要に応じて修正し、バリューチェーン全体を所有するプロセスに対するインプットを提供可能にしたいと考えています。このアプローチは、これらの要因の評価は、できる限り多くの定性データに裏付けが必要で、結果に当社が確信を持つ必要があるという理由から、重要です。最も重要な点として、ESGデータは、伝統的な財務データの評価、競合分析、そして投資決定を下す際に考慮する他のあらゆる要因と同時に評価される必要があります。成功には、これらのインプットが他のあらゆるインプットと同じ観点に基づき、同水準の評価を持つ必要があります。

グレアム／ドッド2.0：事業の質を評価する

グレアムとドッドは「数学的確実性」を達成するのがいかに難しいかを指摘していますが、当社は、この評価をできる限り多くの客観的情報によって裏付けられるデータ志向の体系的アプローチに変換できるように、系統立った取り組みを行っています。この取り組みの重要性は、比較的新しいデータ・ユニバースを取り入れながらも、グレアムとドッドが1934年に説明した意思決定プロセスを厳密に踏襲している点にあります。従って、当社は投資プロセスにおける重要なサステナビリティ・データの組み込みを、グレアム／ドッド2.0（すなわち、成功を収める長期的プロセスを、プロセス自体を改善させられる新たな情報に統合すること）とみなしています。

本質的価値の評価は、我々運用者ができる唯一のことであると、当社は考えています。成功には、多くの情報源から情報を収集する一方で、投資テーマにつながる全体的な情報網を共有化しなければなりません。

今日使用されている財務データは、規制当局の監督の改善と世界的な財務報告基準の進化の結果として、世界的に極めて正確で一貫性があります。この進化の中核には、米国の上場企業を対象とする会計基準の設定の責任を担う組織として、財務会計基準審議会（FASB）と証券取引委員会（SEC）が1973年に指定されたことがあります。その後、時間の経過に伴い、FASBの枠組みは、市場参加者がグローバルな財務データに依拠できるようなグローバル会計基準の基盤となりました。しかし、これに辿り着くには長い年月を要し、当初、一貫性のない報告基準、不正確な情報、その他の問題が、投資家にとって多くの障害を生み出しました。

重要なサステナビリティ・データも、このプロセスに沿った進展をみせました。例えば、2016年4月にSECは情報開示改革に関するコンセプト・リリースを発表したところ、サステナビリティに関する情報開示を支持する多くの書簡が寄せられました。³ 直近では、金融安定理事会（FSB）の気象変動リスクに関する情報開示に関するタスクフォースが重大な気象リスクと機会に関する情報開示の提言をまとめた最終報告書を公表しました。⁴

SASB Materiality Map™：資産運用の基盤

サステナビリティ会計基準審議会（SASB）は、重要性の高い非財務情報を投資家に報告するための基準を提供する非営利組織です。SASBは投資家、会計士、業界専門家、データ・プロバイダーからのインプットを用いて、各産業セクターを対象とするMateriality Mapを開発しました。これらの専門家は、業界固有の、そして優れたサステナビリティ・パフォーマンスの指標となり得る、測定可能で重要な主要パフォーマンス指標（KPI）を特定しました。KPIは公開レビューを経た後、SASBのサステナビリティ会計基準の基盤を形成しました。SASB Materiality Mapは持続可能な投資コミュニティ全体にわたり広く受け入れられており、当社のモデルに組み込む要因の選択方法の基盤となりました（ページ7のSASB Materiality Mapの詳細については補足説明をご参照ください）。

³ Jean Rogers (SASB) 著「Investors Ask SEC for Better Sustainability Disclosure」、2016年8月16日

⁴ 気象関連財務情報開示タスクフォース (TCFD) による最終報告書、2017年6月

⁵ UBSアセット・マネジメントはSASBの機関投資家アドバザリー・グループのメンバーです。

今日使われている財務データは、規制当局の監督の改善と世界的な財務報告基準の進化の結果として、世界的に極めて正確で一貫性があります。

SASBの枠組みを適用して自社独自のサステナビリティデータベースを構築

UBSアセット・マネジメントは、定量要因ライブラリーの構築で豊富な経験を持っています。当社は同一業界内の企業の比較とランク付けに用いることができる当社独自のサステナビリティ・データ・ライブラリーを構築することにしました。データベースの構造的枠組みは、様々な業界を対象にカスタマイズしたKIPを組み込んだSASB Materiality MAPと似通っています。最も重要な要因を決定した後で目標としたのは、各要因の最善のデータ・ソースを特定することでした。その特定で決定材料となったのは、データ更新の適時性、当社の投資ユニバースにおける企業を網羅する幅広いカバレッジ、データを効率的にモデルに組み入れる能力です。

SASB Materiality MAPと整合性のある要因を選択する際には、定量化可能な要因を優先することを目指しました。定量化可能な要因は企業の有効性を測定する上でより優れた指標であると考えたためです。炭素強度（すなわち、売上高と比較した炭素排出量）などの定量化可能な要因に関しては、業界の同業他社との比較評価を行い、炭素強度の低い企業に対しては、炭素強度の高い同業他社よりも高いスコアを与えるようにしました。顧客の極秘データの安全を確保するための保護措置が導入されているか否かといった二変数の要素に関しては、そのような方針の存在を開示している企業には高い評価を与え、その方針を持たない全企業には低い評価をしました。

各KPIは業界固有の重み付けを用いたスコアに転換され、それを集計して企業の最終的なスコアが算出されます。データのバイアスと限界を理解することは極めて重要です。例えば、評価の確立した大手企業は、小規模企業に比べてESGデータの収集と報告のための資源をより多く有する傾向にあります。

また、企業のサステナビリティの情報開示はまだ発展途上にあり、標準化されていないため、開示される情報の大半は一般に、定性パフォーマンス指標よりも方針や会社組織に関する情報です。その結果、そのような方針の有効性を評価しづらい場合があります。ESGモデルの構築にあたっては、データのノイズを低減し、これらのバイアスを緩和するための協調的な取り組みを行いました。例えば、業界によってビジネスモデルが大きく異なるため、比較可能性を確保するため様々な業界の各企業のスコアを標準化する必要があります。このため、（統計処理を施していない）ESGのスコアに基づき、全ての企業を業界の同業他社との比較でランク付けし、これらを十分位数に分類しました。その際に、スコアは業界に対し中立とし、業界固有のバイアスを調整しています。

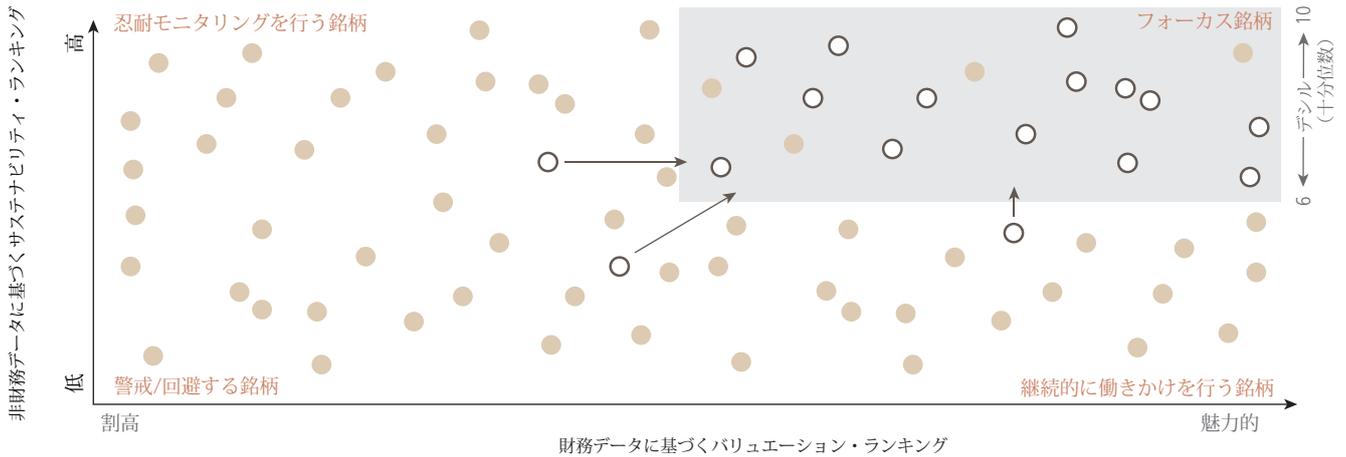
このプロセスによって、透明で比較可能な、そして企業のサステナビリティ特性に関する当社独自の評価を反映した、客観的なESGスコアを算出することが可能になります。サステナブル投資チームの目標は、相対評価の観点から魅力的なバリュエーションを持つと同時に、強力なサステナビリティ特性を備えた銘柄を特定することです（図表1を参照）。これらの企業はバリュエーションを踏まえると上振れ余地が最も大きく、強力なサステナビリティパフォーマンスに示される質の高い経営とベスト・プラクティスを踏まえると下振れリスクが小さいというのが、当社の見解です。

投資プロセスおよび当社の顧客にとっての利点

当社のアプローチには重要な利点が幾つかあると考えています。一点目として、UBSサステナビリティ・スコアは事前に設定した規則を用いてデータを数値に転換し、幅広い企業にわたり一貫した評価点を算出します。このアプローチによって、客観性と正確性が改善されます。

二点目として、最も重要なKPIとデータ・ソースを特定するプロセスを経て、データ自体の強みと弱みを理解します。当社のデータベースによって、アナリストとポートフォリオ・マネージャーが評価すべき最も重要な要因とそれらの要因に関連するデータ（及び結果としてもたらされるスコア）を特定することが可能になります。企業や他の専門家とのミーティングを通じてデータと評価の枠組みを強化することができます。また、データと採点法の双方を所有しているため、新たなデータ・ソースを含めることによってデータベースの継続的な改善が可能になります。従って、採点システムは「実践的学習」によって支えられており、サステナビリティに関する知見を株式分析に組み入れるプロセスと経験からメリットを得ることができます。

図表1：ポートフォリオ構築のための選択範囲を絞り込む



出所: UBS アセット・マネジメント

三点目として、サステナビリティ・データが構成データ全体の一部となるよう、プロセスを慎重に構築したことが、強調したい重要なポイントです。当社は当社の全てのアナリストとポートフォリオ・マネジャーがデータに精通し、解釈方法を熟知し、データを投資プロセスで利用することで、企業に関する理解をより深める努力をしています。

最後の点として、一貫した一連のKPIとデータ・ポイントに基づく評価と確固たる実績によって、サステナビリティスコアの財務的有効性に対する厳密な定量テストが可能になります。創業以来30年間にわたる本質的価値の推定値を蓄積したデータベースと組み合わせることで、当社自身のアルファという観点からサステナビリティ・スコアがいつ、どのように有効であるかを独自のやり方でテストすることができます。これは、リスクの枠組み内のみでのテストよりも強力なアプローチであるとともに、(時系列のアルファを含めることなく資産価格評価モデルに依拠する)これまでの学術的なテストよりも厳密なアプローチです。

当社は様々なバックテスト手法をまだ評価中ですが、2010年1月1日～2015年12月31日の期間中のMSCI ACWI指数と比較した当社の採点手法の予備的なバックテストではESGが下振れリスクの低減に役立つこと、そしてESGの組み込みがアルファの障害にはならないことが示されています。

当社のバックテストの目的は、当社独自のバリュエーション・シグナルをESGスコアと組み合わせることで、ESGがファンダメンタルな投資プロセスに付加的な効果をもたらすか否かを判断することです。

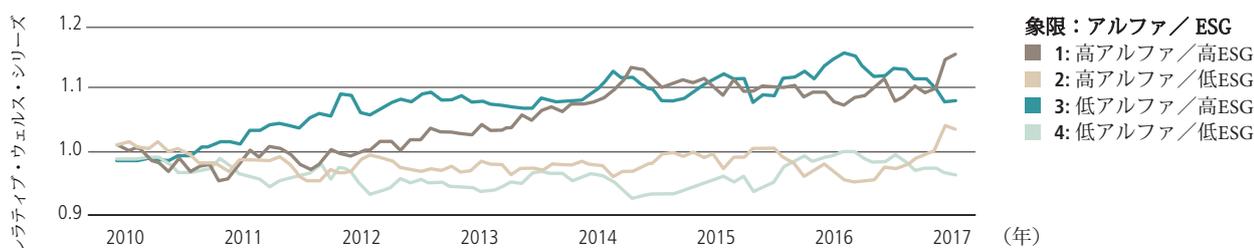
予備的なバックテストでは、当社のESGデータベースによって決定される強力なガバナンス特性と、当社独自のバリュエーションの枠組みに基づく強力な特性を備えた企業が、MSCI ACWIベンチマークを一貫してアウトパフォームするというモニタリング結果を得ました。次ページの図表2には、MSCI ACWI指数構成銘柄のパフォーマンス比較を掲載しています。ここではガバナンス要因を、UBSアセット・マネジメント独自のバリュエーション・データベースを用いて第6十分位以上（高アルファ）と第6十分位未満（低アルファ）にランク付けするとともに、当社のESGデータベースを用いて第6十分位以上（高ESG）と第6十分位未満（低ESG）にランク付けしています。高アルファで高ESGの企業が、ガバナンスが貧弱でありながらバリュエーションが同水準の企業を均等加重ベースで月平均12bpアウトパフォームしました。

この結果は「定性要因はアナリストにとって...同一の...困難を伴い、それらが各証券の価格において実態をどの程度適切に反映しているかを判断するのは不可能だ」というグレアムとドッドの指摘を真っ向から否定するものです。

図表2：良好なガバナンスはアウトパフォームの潜在的な要因

	0 - 低アルファ	1 - 高アルファ
1 - 高ESG	月次超過リターン% (t統計値) : +0.08 (0.798) 金融商品数: 376	月次超過リターン% (t統計値) : +0.16 (1.248) 金融商品数: 378
0 - 低ESG	月次超過リターン% (t統計値) : -0.04 (-0.446) 金融商品数: 327	月次超過リターン% (t統計値) : +0.04 (0.371) 金融商品数: 316

ウェルス・シリーズ：UBS ESG/GEVSアルファ



出所：UBSアセット・マネジメント

注：バックテストの結果は例示目的のためにのみ提示され、事後判断のために開発され、そして結果が過去データによる分析と多数の想定に基づいているとの理由から内在的な限界があります。結果は顧客の資産を使用した実際の取引を表すものではなく、UBSアセット・マネジメントが運用する実際の戦略の結果に基づくものではありません。結果は対象期間中に実際の顧客の資産を運用した場合にUBSアセット・マネジメントが下す意思決定に影響を与えた可能性のある経済的要因や市場要因を反映していない可能性があります。結果は将来の結果の目安、保証、推定となるものではありません。「t統計値」(括弧内の数値)は、イベントの統計学的な重要性を判断するための統計学的測定値です。「金融商品数」は当該のカテゴリにおける株式銘柄数を指します。

サステナビリティ・データはまだ標準化されておらず、進化し続けています。アクティブ運用プロセスの中で慎重に使用することで、バリュエーション・モデルの「数学的な正確性」を高めるサポートになります。

当社のアプローチは、これらの要因を適切に評価するとともに、財務分析やキャッシュフロー予想などによって決定される、プロセスの他要素を犠牲にすることなく、これらの要因を投資プロセスに組み入れることを可能にします。当社のアプローチは2 + 2 = 5という提案、すなわち伝統的な分析を一切損なうことなく、ファンダメンタルズ投資家に対して別なレベルの有益な知見を提供する提案であると考えます。

当社の顧客と当社のプロセスには極めて明白な利点があります。つまり、本質的価値の推定に対する健全で伝統的なアプローチが、重要なESGデータを体系的に含めることによって強化されているという利点です。

ESGの組み込みは、ポートフォリオ・マネジャーとアナリストがバリュエーションが同水準の投資機会の中から選定する作業をサポートします。

当社の分析では、ESGの組み込みがアルファの変動の低減や、地域ごとのバイアスや業界のバイアスなどの他の影響を勘案した上での銘柄選択の強化に寄与するとの結果が出ています。情報がプロセスに対する付加的な効果を持つことを踏まえ、当社の株式プラットフォームにおける全てのアクティブ運用投資家がESGデータベースを利用できるようにするため、ポートフォリオ構築及びリスク管理システムを進化させています。

当社の目標は、重要なESGデータを全社的に統合し、それを包括的で体系的な方法で投資プロセスに組み込むことです。こうした進展は、最新のアプローチを用いて本質的価値を推定し、それによって顧客のために価値を生み出すという当社全体のミッションの精神を順守していると考えます。

SASB Materiality Map™：資産運用の基盤

サステナビリティ会計基準審議会（SASB）のSASB Materiality Mapは、産業セクター・レベルで絞り込んだ一連の主要なサステナビリティ要因を提供し、それらを測定するための会計基準を構築します。実際の重要性の決定は、1999年に発行された米国証券取引委員会のスタッフ会計広報第99号に従って、監査人と企業の財務責任者によって行われる必要があります。スタッフ会計広報第99号では重要性の評価に関して以下のガイダンスを提供しています。

「主要原則の下、重要性の評価にあたっては、最高裁判所の言葉を借りれば、情報の「総体」という文脈において事実を捉えることが求められる。…重要性の分析に関する会計・監査の文献を要約すると、財務責任者と監査人は項目の重要性の評価において「定量的」要素と「定性的」要素の双方を考慮しなければならない」。⁶

SASBの重要性は、分析的に堅牢で外部のフィードバックを含む、複数段階のプロセスを経て決定されます。SASBのアナリスト・チームが実行する重要性分析には、各業界で固有のサステナビリティの問題（定量的・定性的の双方）が売上高または費用を通じて、企業の資産・負債にどのように影響するか、あるいは企業のリスク特性と資本コストにどのように影響するかという点に関する詳細な説明が含まれます。この重要性分析には、企業のバリュエーションに及ぼす特定のサステナビリティの問題の規模を決定する総合的な割引キャッシュフロー（DCF）モデルの開発が含まれます。それによって、サステナビリティの問題が企業価値に及ぼす影響の程度と、将来的に企業に影響を及ぼす確率に応じた重要性という点で、問題の優先順位を付けることが可能になります。

⁶ 1999年8月12日付スタッフ会計広報（SAB）第99号 <https://www.sec.gov/interps/account/sab99.htm>

投資一任契約に関する留意事項

当社が投資一任契約に係る業務を行う際には、お客様にはご契約の資産額に対し年率 **0.825%**（税抜）を上限とする投資顧問料をご負担いただきます。その他、組入資産の売買手数料、保管費用等（以下「手数料等」といいます。）を、運用資産を通じて間接的にご負担いただく場合があります。また投資一任契約に基づき投資信託または外国籍リミテッド・パートナーシップ等（以下、これらを総称して「投資信託等」といいます。）に投資する場合は、投資信託等に掛かる運用報酬・管理報酬等（監査費用を含みます。以下「諸費用等」といいます。）を別途ご負担いただきます。これらの手数料等および諸費用等は契約内容、契約資産の額、運用状況等により異なるため、具体的な金額を表示することはできません。また、お客様に直接および間接的にご負担頂く投資顧問料、手数料等および諸費用等の合計額についても、契約資産の額、運用状況等により異なるため、具体的に表示することができません。

有価証券等への投資に係わる主なリスクについて

投資一任契約に基づく有価証券の投資には、株式投資のリスク（価格変動リスク・信用リスク・流動性リスク）、債券投資のリスク（価格変動リスク・信用リスク・流動性リスク）、為替リスク、カントリー・リスク、デリバティブ取引のリスク、オルタナティブ投資に係わるリスク、インフラストラクチャー／PE 投資、不動産関連投資に係わるリスク等があります。従って、投資元本が保証されているものではなく、当該有価証券等の値動きにより損失が生じ、投資元本を割り込むことがあります。

※リスクや手数料・報酬等の詳細については、契約締結前交付書面にてご確認ください。

商号：UBS アセット・マネジメント株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 412 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

本資料は、情報提供を目的としたものであり、特定の金融商品取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、信頼できる情報をもとに UBS アセット・マネジメント株式会社によって作成されておりますが、その正確性・完全性が保証されているものではありません。本資料に記載されている内容・数値・図表・意見・予測等は、本資料作成時点のものであり、将来の市場動向、運用成果等を示唆・保証するものではなく、また今後予告なく変更されることがあります。投資一任契約のお申込みに当たっては、契約締結前交付書面をお渡ししますので、必ず内容をよくお読み下さい。

© UBS 2017. キーシンボル及び UBS の各標章は、UBS の登録又は未登録商標です。UBS は全ての権利を留保します。

