



バリュー株投資におけるESG分析の役割

ESGファクターを企業分析に取り入れることの利点

2021年10月

サマリー

- バリュー投資の対象となる業界の多くが ESG（環境・社会・ガバナンス）投資の考え方の一部と相容れない部分があり、バリュー投資家はかなり厳しい状況に置かれている。しかし、我々は大きな変化が待ち構えており、アクティブ運用に銘柄選択の機会を提供すると考えている。
- 変化を早めに察知し、ESG面の改善を精査することが、銘柄選択プロセスにおいて強力なツールになり得ると考えている。
- 企業の本質的価値を推定し、株価が本質的価値を下回る銘柄を購入することがバリュー投資の真髄である。ESG分析はそのプロセスにおける極めて重要な要因になってきた。



Sebastien Mallet

グローバル・バリュー株式運用戦略
ポートフォリオ・マネジャー

ESGファクターを投資判断に取り入れる動きは継続しています。投資家は、気候変動に起因する環境事象、多様性や従業員の待遇などの社会問題、ESG関連の規制変更の影響を注視しています。英国グラスゴーにおける第26回国連気候変動枠組条約締約国会議（COP26）は、各国の規制当局や地域社会、投資家がパリ協定や国連気候変動枠組条約の目標達成へ向けてさらなる行動を取る必要性を浮き彫りにするでしょう。

これはバリュー投資家にとって厳しい試練を意味します。バリュー投資の本質や投資ユニバースの特性が、ESG投資の考え方的一部分と相容れない部分があると指摘する向きもあります。バリュー投資ユニバースで主流の業種はESGファクターのスクリーニングで低評価となる場合があり、特にエネルギー、素材、公益などは温暖化ガス排出量が多いことからこの傾向が顕著です。

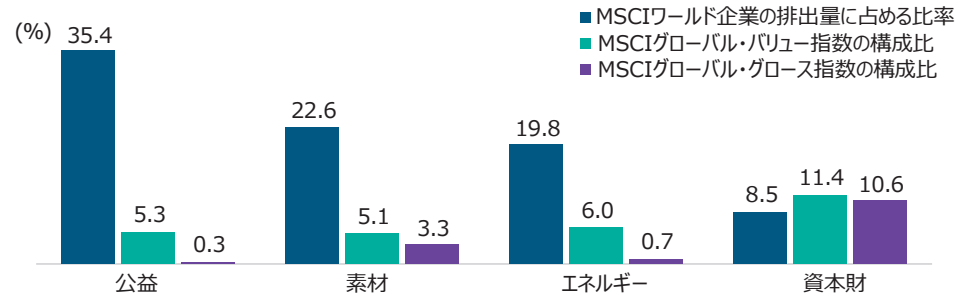
しかし、これらの業界が変化しない限り低炭素社会は実現できないため、大規模な変化が予想され、その過程で多くの投資機会が生じると考えています。

ESGファクターを投資判断に取り入れることで、市場に十分評価されていない新たな好機やリスクが明らかになります。ESGへの対応で劣後している企業や業界は、変化への対応過程で新たな技術を開発し、資源の問題を解決し、資金を投下することでプラスの変化に貢献する潜在性を有します。我々はESGとアクティブなバリュー投資は共存可能で、投資先企業との対話を通じて経営陣の考え方について知見を獲得し、その行動に影響を及ぼすことができると考えています。

今後とてつもなく
大きな変化が
待ち構えており、
それに伴い好機が
生まれる

バリュー投資の対象セクターは温暖化ガス排出量が多い

(図表1) これらの業界は今後の変化からの恩恵も多く、潜在的投資機会を提供



2021年9月30日時点。

出所: ティー・ロウ・プライス責任投資モデル (RIIM)、MSCI、ファクトセット。金融データ及び分析の提供はファクトセット。Copyright 2021 FactSet.すべての権利はファクトセットに帰属します (追加ディスクロージャー参照)。RIIM はリサーチを強化し、投資判断の改善に寄与するため開発された独自ツールです。

バリュー投資とESGの関係性

他のセクターやスタイルと比較すると、バリュー株投資の対象分野はESGへの対応という面で遅れている銘柄が目立ちます。当社モデルによると、環境面の評価が低い公益、エネルギー、資本財、素材セクターはMSCIワールド指数構成企業による二酸化炭素排出量の90%近くを占めます (図表1)。

しかし、エネルギー採掘・生産企業は汚染の多くを生み出している一方で、移行プロセスに不可欠な存在です。バリュー株投資家として我々は変化への動きを推進する立場を有しています。鉱業やエネルギーなど採取産業からのダイベストメント (投資撤退) ではなく、我々は変化を導き、支援することができます。企業から資金を引き揚げても環境問題は解決しません。ファンダメンタルズ分析を通じ銘柄選択を行う我々の任務は、よりクリーンなエネルギーを求めるこの新時代に繁栄できる企業を見つけることです。

我々がアクティブ投資家として付加価値を創出できる理由

ティール・ロウ・プライスは豊富なリソースを有し、企業と年に数千件にも上る対話を行うことが可能です。

ESGに関する議論は企業経営陣の考え方を理解するのに役立つほか、我々にとって懸念を表明したりポジティブな行動を促す場となります。我々は従業員の株式保有と株価パフォーマンスの間に強い正の相関関係があると考えているため、経営陣に株式付与などのインセンティブがある企業にしばしば投資します。

同時に、潜在的議論を避けるのではなく、株式へのプラス、マイナス双方の潜在的影響を完全に理解しようとするのが大切です。過去の経験から、変化を早めに察知し、改善が進行中との確信を得られれば、投資の好機となることを学びました。時として、それは逆張りのアプローチを意味します。近年成功した投資事例で重要なポイントとなったのは、市場心理が弱気に傾いている時に株式を保有し続けることで、結果的にこのスタンスが移行期に実を結びました。投資家としては回復パターンの定着を待ちたいところですが、ファンダメンタルズの安定や悪化に歯止めがかかるのを早めに特定することがリターン創出においては極めて重要です。

“...エネルギー採掘・生産企業は我々が戦おうとしている自然破壊の多くに責任があるかもしれないが、それは移行プロセスに不可欠な部分である”

“
変化を早めに察知し、改善が進行中との確信を得られれば、投資の好機となることが経験上分かった

ESG分析の統合でリターン向上

ティー・ロウ・プライスでは長年、ESG分析を株式投資に取り入れてきました。受託者責任の一環としてリスクやリターンを分析することが我々の仕事で、それは投資に関するあらゆる潜在リスクを考慮して初めて成し得ることです。株主として利益率の持続可能性等について考える時、企業との関係が極めて重要です。企業が払う税率が低すぎたり、従業員の給料が安すぎたり、納入業者に圧力を加えているなどのケースにおいては、経済学的に考えて、このような慣行に関連したリスクが潜在的に高まります。

良き企業市民としての振る舞いは価値創出と結びついており、倫理的に正しい行動が業績拡大に繋がります。企業内の多様性が様々な視点をもたらし、集団思考が薄れます。社員を大切にする企業ほど社員の帰属意識や勤労意欲が高く、環境への影響に対する配慮が訴訟リスクや風評リスクを低下させる可能性があります。

ESG特性が改善すると、投資テーマの価値も高まります（図表2）。我々は投資哲学に基づき不透明感から一時的に株価と企業の本質的価値がかい離している銘柄の発掘を目指します。市場が誤解している好機やリスクを特定できれば、株価が本質的価値へ収れんする過程から恩恵が得られる可能性があります。

これまで、ESGリスクが十分に織り込まれていない銘柄やESGへの取り組み改善へ向けた進捗が確認されているにも関わらず過去の不適切な対応により株価が下押し圧力を受けている銘柄を発掘してきました。多くの場合、ESG基準の向上に取り組んでいる企業は投資家心理の改善の恩恵を享受します。

よりディフェンシブな観点からは、ESGリスクを適切に認識することはバリュー投資家の天敵「バリュー・トラップ」を回避する武器にもなり得ます。伝統的な財務要因の分析に基づく、非常に割安で長期的な上値余地が大きい銘柄が多数存在します。ESGファクターを考慮すると、一部の企業が割安である背景にはそれなりの理由があることが明確になります。

バリュー・トラップはあちこちに潜んでいる可能性があります。最悪のケースを想定することは必ずしも適切ではありません。投資家がESGファクターを重視している背景を企業経営陣が理解していないことから生じるディスクロージャーの問題であるケースも多数あります。幸い、最近は経営陣の間でも株主との対話に積極的に取り組む動きや、ESGについて学ぼうとする意欲が高まっています。

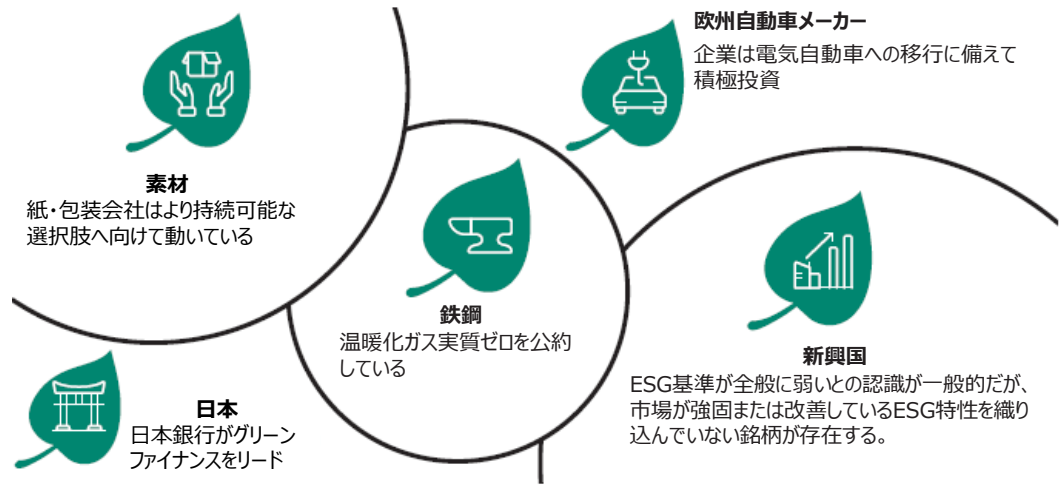
ESGは正しい投資判断を行う上で重要な要素に

我々は、本質的価値を大幅に下回る水準で取引されている株式を選別することに注力しています。その際、市場がESGデータを織り込んでいないとしても、ESGデータは本質的価値を正確に推定するのに役立つ貴重な情報源となります。また、問題を抱えている企業におけるプラスの変化を特定することも投資機会に繋がります。タイミングや必要な投資の点で改善や移行がどのように進んでいるかを把握することが収益性へのインパクトを理解する上で鍵となります。

結局、バリュー株投資とは、潜在リターンがリスクを上回るとされるミスプライスされた銘柄を購入することに尽きます。このトレードオフのリスク部分を分析する際、我々はあらゆる要素を考慮して結論を導き出します。そして、ESGは今ではそのプロセスの重要な要素となっています。

グローバル・バリュー分野においてESG特性の優れた銘柄を発掘

(図表2) 投資テーマを改善する可能性があるESG特性の改善が確認された分野



2021年10月時点。
説明のみを目的としています。

欧州自動車メーカー：自動車メーカーは昔からESGの面では評価が低いことで知られています。しかし、長期的視野に基づく分析を通じ、電気自動車への移行に備え、積極的に投資を行っている企業を見出しました。

素材：過去数年は史上最高の気温を記録しており、壊滅的な自然災害が気候変動の現実を示しています。製紙・包装会社はプラスチックからより持続可能な素材へのシフトに向け好位置に付けており、eコマースの普及がその動きを加速しています。この分野の一部の企業は森林資産へのアクセスを有しており、二酸化炭素回収・貯留を通じて気候変動対策に一層貢献できます。

鉄鋼：温暖化ガス排出量ネットゼロを掲げる企業は多数存在しますが、進捗度合いは企業によって異なります。例えば、当社が投資する日本の鉄鋼会社は「ゼロカーボンスチール」実現に向けて突破口となる技術の開発と導入が最優先事項と明言しています。

しかし、低炭素化には膨大なコストがかかり、業界の「グリーン化」は、対応できるのが大企業に限定されることを意味しそうです。これにより参入障壁ができ、既存大手企業にとってより好ましい環境となってきました。

日本：日本のコーポレートガバナンス基準は近年、大きく改善しており、日本企業の利益や収益性が向上した大きな要因となっています。日本銀行もグリーンファイナンスにおいて主導的な役割を果たしています。日銀は初の試みとしてグリーンファイナンスや脱炭素投資を手掛ける銀行に対し、日銀当座預金のマイナス金利の負担を軽減できる優遇措置を適用しました。

新興国：新興国については全般にESG基準が弱く、対象ユニバースも狭いとの認識があるため、市場が強固または改善しているESG特性を織り込んでいない銘柄を発掘する機会が存在します。

追加ディスクロージャー

特に指摘のない限り、市場データの出所はすべてファクトセット。金融データと分析の提供はファクトセット。Copyright 2021 FactSet. すべての権利はファクトセットに帰属します。

MSCIとその関連会社、第三者ソース及びプロバイダー（MSCIと総称）は当資料に記載されるMSCIデータについて明示または黙示を問わず保証もしくは表明するものではなく、一切責任を負いません。MSCIデータは再配布、または他のインデックス、証券、金融商品の基礎としての使用は認められません。当レポートはMSCIにより承認、審査、作成されたものではありません。過去のMSCIのデータや分析は将来のパフォーマンスの分析や予測を示唆もしくは保証するものとみなしてはなりません。MSCIデータは投資決定を行う（または決定を回避する）ための投資の助言や推奨を目的としたものではなく、そのようなものとして頼ってはいけません。

INVEST WITH CONFIDENCE®

ティー・ロウ・プライスは、お客様に信頼していただける優れた運用商品とサービスを長期にわたってご提供することに注力しています。

troweprice.co.jp

T.RowePrice®

重要情報

当資料は、ティー・ロウ・プライス・アソシエイツ・インクおよびその関係会社が情報提供等の目的で作成したものを、ティー・ロウ・プライス・ジャパン株式会社が翻訳したものであり、特定の運用商品を勧誘するものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。当資料における見解等は資料作成時点のものであり、将来事前の連絡なしに変更されることがあります。当資料はティー・ロウ・プライスの書面による同意のない限り他に転載することはできません。

資料内に記載されている個別銘柄につき、売買を推奨するものでも、将来の価格の上昇または下落を示唆するものでもありません。また、当社ファンド等における保有・非保有および将来の組入れまたは売却を示唆・保証するものでもありません。投資一任契約は、値動きのある有価証券等（外貨建て資産には為替変動リスクもあります）を投資対象としているため、お客様の資産が当初の投資元本を割り込み損失が生じることがあります。

当社の運用戦略では時価資産残高に対し、一定の金額までを区切りとして最高1.265%（消費税10%込み）の逡減的報酬料率を適用いたします。また、運用報酬の他に、組入有価証券の売買委託手数料等の費用も発生しますが、運用内容等によって変動しますので、事前に上限額または合計額を表示できません。詳しくは契約締結前交付書面をご覧ください。

「T. ROWE PRICE, INVEST WITH CONFIDENCE」および大角羊のデザインは、ティー・ロウ・プライス・グループ、インクの商標または登録商標です。

ティー・ロウ・プライス・ジャパン株式会社

金融商品取引業者関東財務局長(金商)第3043号

加入協会：一般社団法人 日本投資顧問業協会/一般社団法人 投資信託協会