

# 日興 AM 日本を除くアジア株式運用チーム ESG に対するアプローチ

2018 年 7 月

## 日興 AM 日本を除くアジア株式運用チームにおける ESG に対する考え方

### ESG 評価はチームの運用プロセスに不可欠

日本を除くアジア株式運用チームでは、ESG の課題を運用プロセス及び顧客ポートフォリオ運用の一部と認識している。ESG に対する取り組みへの評価次第で、必ずというわけではないが、株価がディスカウントされたり、プレミアムが付与される等バリュエーションに影響する。当運用チームでは、アナリストによる重点的なリサーチを通じて、ESG に関する取り組みの積極度合いに基づき、分析対象企業にスコアを付与している。ESG の評価が高いことは、長期的な事業の持続性と、投資対象としての相対的な魅力の高さを示唆する。

### ESG 評価の運用プロセスにおける補助的な役割

ESG 要因のみで、ある銘柄に対する最終的な投資判断が下されるわけではない。最低限の ESG 水準を充足していることは、最終的に投資する上での必須条件であるものの、唯一の決定要因にはならない。その他にも、リターン/収益性の持続性、前向きなファンダメンタルズの変化、財務指標、経営陣の質、株価バリュエーション等の観点がある。しかし、当運用チームの運用プロセスの中で、ネガティブな ESG 関連の問題が特定された場合で、有意な改善策が取られていない場合においては、その他の分野で強みがあったとしても、その銘柄は投資対象外となる。つまりネガティブ・スクリーニングを行なっている。

投資プロセスの様々なステージにおいて、以下の通り、ESG の観点を考慮している：

- **アイデアの創出**
- 当運用チーム独自のリサーチに基づくフラグ付け、ネガティブ・スクリーニング(タバコや防衛産業等)、第三者機関のデータの活用
- **ファンダメンタルズ分析**
- ESG 関連のスコアと当運用チームの運用プロセスを統合している。特に、実質的所有者がどのような主体なのかに関する評価も重要である。投資メリットに関する活発な議論を経て、最終的な銘柄格付けが付与される
- **ポートフォリオの構築とリスク管理**
- 売却基準。ESG 関連のネガティブな事象発生時において、その深刻度に応じ、銘柄格付けが SELL1 や SELL2 に格下げされることもある。独立したチームにより、第三者機関のデータを活用して、低格付けあるいは格下げとなった銘柄のチェックもなされる

上記運用プロセスにおいて、ESG 関連の評価内容は、ネガティブとポジティブの両方の要素として活用される。

### 複雑な ESG 要因分析には過去の経験が大きな意味を持つ

新興市場(EM)では、優れたガバナンスが長期的な付加価値創出の重要なポイントであることを裏付ける一環した証左がある。最近の研究<sup>1</sup>では、ESG モメンタムがネガティブな銘柄と比べ、ポジティブな銘柄のシャープレシオの平均が高くなっていたことが示されている。

<sup>1</sup> ECCE & NN IP Research “The Materiality of EG Factors for Emerging Markets equity investment decisions” Oct 2016

### 日興 AM 日本を除くアジア株式運用チーム

#### ● 結束力

業界での平均経験年数 17 年の 18 人体制。主要メンバーは、10 年以上にわたり共に働いており、同じ投資哲学を共有している。

#### ● 強固な運用プロセス

当運用チームの運用プロセスは、現在の主要メンバーにより 10 年以上前に開発・導入されたもの。その後、市場のダイナミクスの変化に合わせて、絶えずプロセスの強化と改良を行なっている。

#### ● 確信度の高い

ポートフォリオベンチマークにとらわれずファンダメンタルズを重視し、また、一部マクロ面からのトップダウンの観点も踏まえ、確信度の高いポートフォリオを構築している。



しかしながら、ESG 要因を活用してアルファを追及することは、特に新興市場(EM)において決して単純ではない。適切な ESG 水準とは何であるかという問いには議論を要する。EM 地域内では企業の ESG 関連データの質と量の水準が異なっており、また、法制度面でも未整備であることが、対象企業の ESG 関連の対応に対する評価を困難としている要因となっている。環境・社会への取り組みに関する企業のディスクロージャーについても、ほとんどが慈善活動に集中するなどあまり成熟していない。このような状況から、ESG 評価においては主観的な要素が非常に強く入ることになる。

運用パフォーマンスにおける ESG の貢献度は推測的であり、多くの場合 EM 市場における立証は難しい。10 年以上前に当運用チームの運用プロセスが確立して以降、特にガバナンス(企業統治)要因に関する ESG 評価は運用プロセスの一部となっている。投資対象ユニバースの銘柄に対するファンダメンタルズリサーチの一部として ESG 分析を組み込んでいる。ベンチマークに含まれる銘柄ユニバースを出発点としてスクリーニングを行なう方法以上に、アルファ獲得の機会の模索が可能になっている。現在アジア株式のポートフォリオのかなりの部分が、ベンチマークである MSCI アジア(除く日本)株式指数に含まれない銘柄で構成されているが、そうした銘柄も当運用チームの ESG 基準では高く評価されている。それらの中には、ヘルスケアサービス、クリーンテクノロジー開発企業が含まれている。

当運用チームとしては、これまでの経験を活かし、ESG に着目することで、アクティブなファンダメンタルズリサーチを重視する投資家として、付加価値を提供し、他社と差別化が可能と考えている。

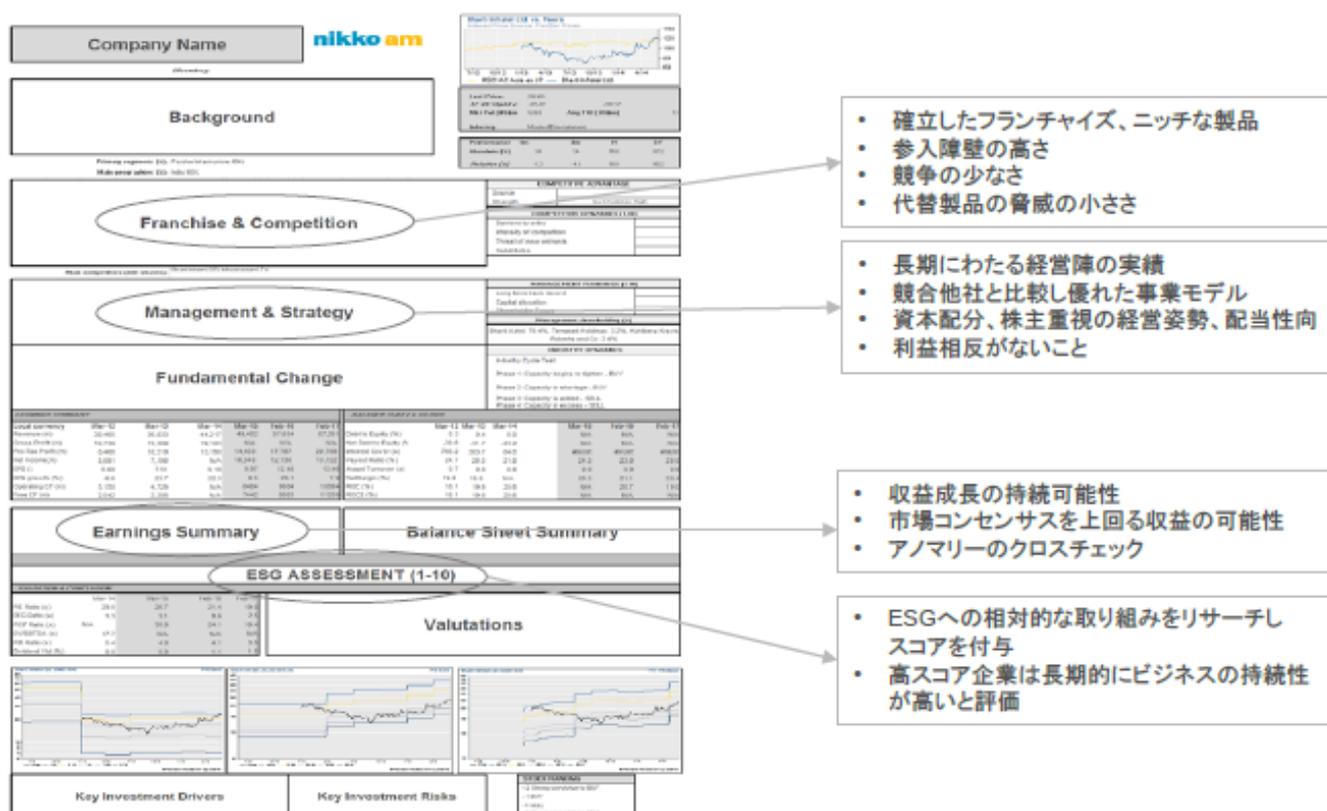
## ESG のスクリーニング

銘柄選択のプロセスでは、ネガティブスクリーニングを採用している。リサーチのデータベース上で、ネガティブな ESG 課題の存在が明らかとなった銘柄に対しフラグ付けがなされ、何らかの有意な改善策が取られない限り、チームでは、そうした銘柄を投資対象外にしている。アナリストは、頻繁に企業と企業の ESG 課題に対する行動評価を行ない、適時データを更新している。チームは、さらに、スコアや分析ツール等、第三者機関によるデータも活用している。

## ESG 評価(実例)

チームでは、ESG 要因に基づくリサーチやスコアリングを積極的に行なっている。企業のコーポレートガバナンスの枠組みに対しては、業績と見通しの全容を公開しつつ、正確で透明性の高い重要な情報のタイムリーな公開を促進するものであるべきと、考えている。以下は、チームの詳細なリサーチレポートの一例である。

### 詳細なファンダメンタルズ・リサーチ



※図はイメージです。

## 議決権行使とエンゲージメント:

日本を除くアジア株式運用チームは、受託者責任を果たす上で、議決権行使を重要なプロセスの一部と見なしている。会社提案議案については、それぞれ評価を行ない、適切な議決権を行使している。議決権に対する賛否推奨や実際の投票サービスを利用する。議案の理解に向けて投資先経営陣との対話を求め、少数株主の代理人としての運用者の役割を果たすべく、当運用チームの意見を表明するよう努めている。

## 日興 AM 日本を除くアジア株式運用チームの紹介:

### 投資哲学

アジアの株式市場は非効率的であり、個別銘柄についてミスプライシングが起りやすいと考える。徹底したファンダメンタルズ・リサーチに基づくアクティブ運用をチームベースで一貫して行なうことにより、非効率的な市場から長期的に良好なリターンを獲得することができると思う。

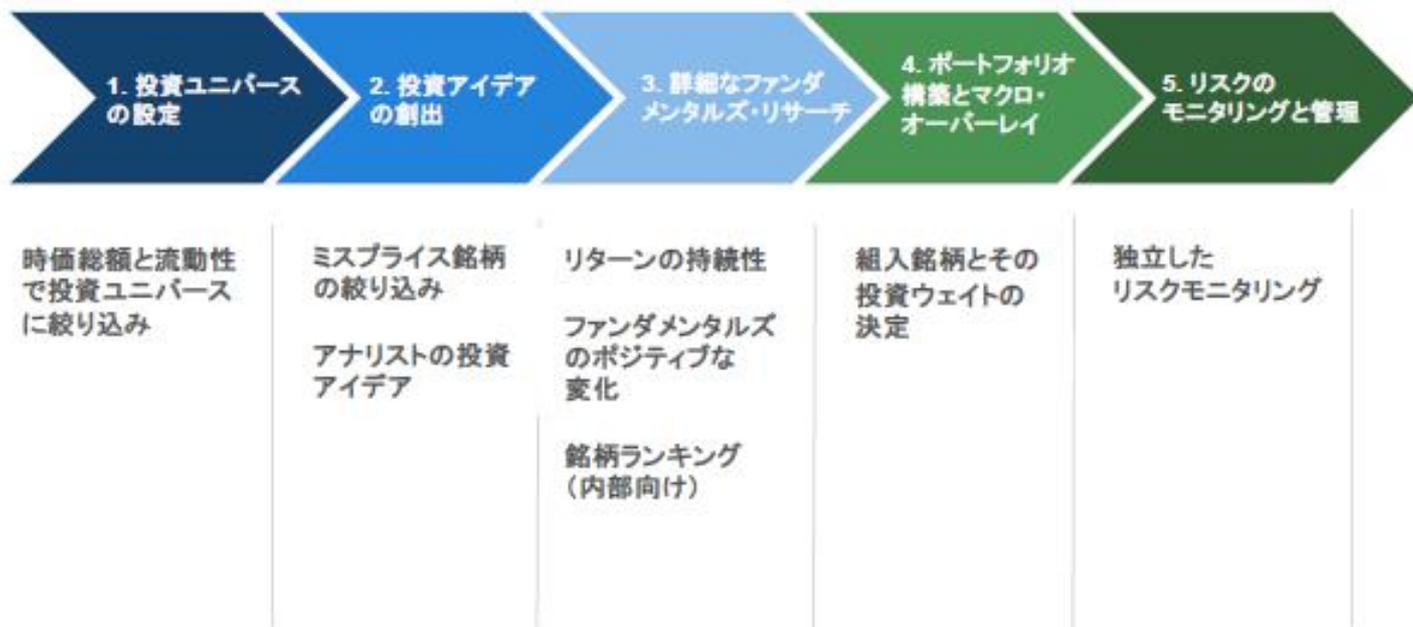
ポートフォリオは、リターンの持続性やファンダメンタルズのポジティブな変化が見込まれ、確信度の高い銘柄で構築する。

### 投資アプローチ

- 投資スタイルにこだわらない。
- ベンチマークにとらわれず、ファンダメンタルズの見通しに基づいて、銘柄選択を行ない、投資ウェイトを決定する。
- ボトムアップによる銘柄選択がポートフォリオ構築の決め手。
- ファンダメンタルズ・リサーチにより、ミスプライス銘柄を識別する。
- ポートフォリオへの組入銘柄は 40~60 銘柄程度。
- 投資ユニバースは大型・中型株式。流動性が高い銘柄を嗜好。
- 各銘柄への想定投資期間は通常 3 年以上。

### 5 段階の投資プロセス

アジア(除く日本)株式戦略では、下記に示す 5 段階の総合的な投資プロセスを適用している。



## 日興 AM のグローバル ESG 方針:

日興アセットマネジメントは、顧客の利益を最優先に考え、各資産クラスに長期的に投資するグローバルな運用会社です。長期的な価値の創造において、持続可能な責任投資の指標となる、環境・社会・ガバナンス(以下「ESG」)の三大要因を切り離して考えることはできません。投資プロセスへの ESG 要因の組み入れは、フィデューシャリー・デューティーに関する取り組みと一貫しています。

日興アセットはファンダメンタルズに基づく投資プロセスと ESG 課題は切り離せない関係にあると考えています。そのため、ESG 課題の投資プロセスへの組み入れは、ESG の専任チームを擁することなく、全運用担当者の責任において行ないます。その際、各運用チームは、それぞれ独自の運用方針に基づき ESG 課題に対応することがありますが、各運用チームのヘッド、ひいては運用グローバルヘッドが、ESG 課題の投資プロセスへの組み入れと PRI 原則の実行に関し、最終的な責任を負います。

## 日興 AM のコミットメント:

日興アセットマネジメントは 2007 年に国連がサポートする責任投資原則イニシアティブ (PRI) の署名機関となりました。また、日興アセットマネジメントには、日本で最初の SRI ファンドを設定するなど、さまざまなアセットクラスにわたって革新的なアプローチを取り入れてきた実績があります。さらに、日本版スチュワードシップ・コードの受入れを表明しています(詳しくは当社 Web サイトをご覧ください)。

日興アセットマネジメントは、以下の組織およびイニシアティブに参加/署名しています。

- **21 世紀金融行動原則**: 日興アセットマネジメントは、日本の環境省によるイニシアティブに起草委員会のメンバーとして積極的に関与しており、21 世紀金融行動原則においては運営委員会のメンバーを務めています。
- **CDP(旧称カーボン・ディスクロージャー・プロジェクト)**: 日興アセットマネジメントは、企業による環境インパクトの測定・管理を可能にする世界的な情報開示制度である CDP に 2006 年に署名し、参加しています。

なお、投資戦略のガイドラインや顧客との合意事項に明示的に含まれる場合を除き、道徳・倫理的根拠のみに基づいてポートフォリオへの特定の資産クラス、業種、銘柄の組み入れを除外することはありません。

## アジア(除く日本)株式戦略の概要

### 【投資対象】

日興アセットマネジメント株式会社のアジア(除く日本)株式戦略に合致した有価証券

### 【報酬等の概要】

お客様には以下の費用をご負担いただきます。

#### <投資顧問報酬等>

固定報酬:現時点では未定となっております。

その他費用:組入れ有価証券の売買委託手数料など。また投資信託に投資する場合、信託財産留保額、組入れ、解約等に際しての手数料等、組入れ有価証券の売買委託手数料、有価証券の保管などに要する費用、管理費用、監査費用、設立にかかる費用、借入金の利息、借株の費用などがかかる場合があります。

※ その他費用については、運用状況などにより変動するものであり、事前に料率、上限額などを表示することができません。

契約に関してお客様が預託すべき委託証拠金はございません。

当戦略の投資に際しては、投資一任契約に基づき投資信託に投資する場合があります。

### 当戦略にかかるリスク情報

○当戦略の投資にあたっては、主に以下のリスクを伴います。お申込みの際は、当戦略のリスクを十分に認識・検討し、慎重に投資のご判断を行なっていただく必要があります。

○当戦略は、主に株式を実質的な投資対象としますので、株式の価格の下落や、株式の発行体の財務状況や業績の悪化などの影響により、運用資産の評価額は変動し、損失を被ることがあります。また、外貨建資産に投資する場合には、為替の変動により損失を被ることがあります。したがって、投資元金は保証されているものではなく、運用資産の評価額の下落により、損失を被り、投資元金を割り込むことがあります。当戦略の運用による損益はすべて投資者の皆様へ帰属します。

○当戦略の主なリスクは以下の通りです。運用資産の評価額の変動要因は、下記に限定されるものではありません。

#### 【価格変動リスク】

一般に株式の価格は、会社の成長性や収益性の企業情報および当該情報の変化に影響を受けて変動します。また、国内および海外の経済・政治情勢などの影響を受けて変動します。当戦略においては、株式の価格変動または流動性の予想外の変動があった場合、重大な損失が生じるリスクがあります。一般に新興国の株式は、先進国の株式に比べて価格変動が大きくなる傾向があり、運用資産の評価額にも大きな影響を与える場合があります。

#### 【流動性リスク】

市場規模や取引量が少ない状況においては、有価証券の取得、売却時の売買価格は取引量の大きさに影響を受け、市場実勢から期待できる価格どおりに取引できないリスク、評価価格どおりに売却できないリスク、あるいは、価格の高低に関わらず取引量が限られてしまうリスクがあり、その結果、不測の損失を被るリスクがあります。一般に新興国の株式は、先進国の株式に比べて市場規模や取引量が少ないため、流動性リスクが高まる場合があります。

#### 【信用リスク】

一般に投資した企業の経営などに直接・間接を問わず重大な危機が生じた場合には、当戦略にも重大な損失が生じるリスクがあります。デフォルト(債務不履行)や企業倒産の懸念から、発行体の株式などの価格は大きく下落(価格がゼロになることもあります。)し、運用資産の評価額が値下がりする要因となります。また、金融商品取引所が定める一定の基準に該当した場合、上場が廃止される可能性があり、廃止される恐れや廃止となる場合も発行体の株式などの価格は下がり、当戦略において重大な損失が生じるリスクがあります。さらに、当戦略の資金をコール・ローン、譲渡性預金証書などの短期金融資産で運用することがありますが、買付け相手先の債務不履行により損失が発生することがあります。この場合、運用資産の評価額が下落する要因となります。

#### 【為替変動リスク】

外貨建資産については、一般に外国為替相場が当該資産の通貨に対して円高になった場合には、運用資産の評価額が値下がりする要因となります。一般に新興国の通貨は、先進国の通貨に比べて為替変動が大きくなる場合があります。

#### 【カントリー・リスク】

投資対象国における非常事態など(金融危機、財政上の理由による国自体のデフォルト、重大な政策変更や資産凍結を含む規制の導入、自然災害、クーデターや重大な政治体制の変更、戦争など)を含む市況動向や資金動向などによっては、当戦略において重大な損失が生じるリスクがあり、投資方針に従った運用ができない場合があります。一般に新興国は、情報の開示などが先進国に比べて充分でない、あるいは正確な情報の入手が遅延する場合があります。当戦略の投資対象資産が上場または取引されている諸国の税制は各国によって異なります。また、それらの諸国における税制が一時的に変更されたり、新たな税制が適用されたりすることもあります。以上のような要因は、運用資産の評価額に影響を与える可能性があります。

○当戦略にかかるリスクのほか下記の点にご留意下さい。

#### 【投資対象とする投資信託証券に関する事項】

当戦略は投資一任契約に基づき投資信託に投資する場合があります。当戦略が投資対象とする投資信託証券は、上記リスクの影響を受けて価格が変動しますので、当戦略自身にもこれらのリスクがあります。また、諸事情により、投資対象とする投資信託証券にかかる投資や換金ができない場合があります。これにより、当戦略の投資方針に従った運用ができなくなる場合があります。

#### 【システムリスク・市場リスクなどに関する事項】

証券市場および外国為替市場は、世界的な経済事情の急変またはその国における天災地変、政変、経済事情の変化、政策の変更もしくはコンピューター・ネットワーク関係の不慮の出来事などの諸事情により有価証券取引や為替取引などが一時的に停止されることがあります。これにより、当戦略の投資方針に従った運用ができない場合があります。

#### 【運用制限や規制上の制限に関する事項】

関係する法令規制上、または社内方針などにより取引が制限されることがあります。例えば、投資運用会社またはその関連会社が特定の銘柄の未公開情報を受領している場合には、当該銘柄の売買が制限されることがあります。また、投資運用会社またはその関連会社が行なう投資または他の運用業務に関連して、取引が制限されることもあります。したがって、これらの制限により当戦略の運用実績に影響を及ぼす可能性があります。

#### 【法令・税制・会計方針などの変更に関する事項】

当戦略に適用される法令・税制・会計方針などは、今後変更される場合があります。

当資料は、日興アセットマネジメントアジアリミテッド(弊社)が市況環境などについてお伝えすること等を目的として作成した資料(英語)をベースに、日興アセットマネジメント株式会社が作成した日本語版であり、特定商品の勧誘資料ではなく、推奨等を意図するものでもありません。また、当資料に掲載する内容は、弊社および日興アセットマネジメントのファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。資料中において個別銘柄に言及する場合がありますが、これは当該銘柄の組入れを約束するものでも売買を推奨するものでもありません。当資料の情報は信頼できると判断した情報に基づき作成されていますが、情報の正確性・完全性について弊社および日興アセットマネジメントが保証するものではありません。当資料に掲載されている数値、図表等は、特に断りのない限り当資料作成日現在のものです。また、当資料に示す意見は、特に断りのない限り当資料作成日現在の見解を示すものです。当資料中のグラフ、数値等は過去のものであり、将来の運用成果等を約束するものではありません。当資料中のいかなる内容も、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。なお、資料中の見解には、弊社および日興アセットマネジメントのものではなく、著者の個人的なものも含まれていることがあり、予告なしに変更することもあります。日興アセットマネジメントアジアリミテッドは、日興アセットマネジメント株式会社のグループ会社です。