



**BUILDING  
STRONGER  
PORTFOLIOS**

**ESGインテグレーション**

**INVESTMENT-LED, EXPERT DRIVEN**

2020年7月

当社は150年以上にわたり、受託者の責務として、  
個々の意思決定がお客様のポートフォリオと  
パフォーマンスに与える影響を考慮してきました。



ジョンT.ドノ  
ヒュー

米州地域アセッ  
トマネジメント部  
門 CEOグローバ  
ル流動性責任  
者



ジェド・ラスコ  
ウィッツ

グローバルア  
セットマネジメ  
ントソリューション責任者



ボブ・マイケル

CIO(最高投資責  
任者)兼グロー  
バル債券・通  
貨・コモディティ  
グループ責任者



アントン・ピル

オルタナティブ  
投資グローバル  
統括責任者



ポール・クインシー

株式投資グローバ  
ル統括責任者

## はじめに

J.P.モルガン・アセット・マネジメントは受託者責任を指針として、常にお客様の利益を最優先しながら、お客様の資産を守り育てていくお手伝いをするよう努めています。受託者責務を負うということは、お客様のポートフォリオに与える影響を考慮しながら、お客様に代わってひとつひとつの意思決定を行うということです。当社は重要なESG（環境、社会、ガバナンス）要素を考慮することが、投資プロセスの重要部分であるべきだと確信しています。

ESG要素は現在、事業を展開しリターンを創出する企業能力に影響を及ぼしており、今後長期にわたりその傾向がますます強くなることは明らかです。

そして現代社会では、かつてなかったほどデータの透明性が高まり、最先端の分析能力を入手することができるようになってきました。投資プロセスに重要で適切なESG情報を体系的に取り入れることで、より優れた情報に基づいた投資決定とより強固なリスク管理が実現し、投資リターンの向上につながると確信しています。持続可能なリスク調整後リターンの実現を目指すESGインテグレーションで重要なことは、投資判断に有益な情報をもたらすリサーチ、洞察、そしてデータの活用です。

投資の意思決定にESGを組み込むプロセスは、これまで投資判断で用いてきたプロセスとあまり変わりません。どちらも将来を見通し、企業の増収軌道において考えられるリスクと機会を考慮し、ビジネスモデルの持続可能性を踏まえて適切に投資するというものです。違いは、従来の財務指標は利用しながらも、今ではより優れた投資を行う上で役立つ一連の要素にアクセスし活用できるという点です。

J.P.モルガン・アセット・マネジメントは2007年以降、国連PRI（責任投資原則）の署名機関となっています。PRIはその冒頭で、「投資家が（ESGインテグレーションを含む）この原則を適用することで、社会のより広範な目的を考慮するようになると認識している」としています。<sup>1</sup> 当社は、未来の長期にわたる持続可能な経済発展を後押しする上で、投資家と企業は共に重要な役割を担っていると確信しています。

本稿を通じて、優れた価値をお客様に提供するという当社のアプローチとコミットメントを共有できることを光栄に思っております。当社は1,000名以上の世界中の運用担当者が持つ専門知識を活用し、長年培ってきたファンダメンタルズ（経済の基礎的条件）およびクオンツのリサーチ慣行を基盤としてESGインテグレーションを戦略的に重視しています。これが、お客様のためのより強固なポートフォリオ構築につながると確信しています。



ジェニファー・ウー  
サステナブル・インベスティング  
グローバル統括責任者  
J.P.モルガン・アセット・マネジメント

<sup>1</sup>「責任投資原則とは」、PRIウェブサイト、<https://www.unpri.org/pri/an-introduction-to-responsible-investment/what-are-the-principles-for-responsible-investment>

## 目次

|                                  |    |
|----------------------------------|----|
| 投資の意思決定にESG要素を組み込む際の当社の基本方針      | 5  |
| ESGとは                            |    |
| ESGの進化                           |    |
| ESGインテグレーションに対する当社のアプローチとコミットメント | 7  |
| コミット、実施、立証                       |    |
| ESGインテグレーションの実施：当社の10項目のスコアリング方式 |    |
| 当社のアプローチに対するサードパーティのアセスメント       |    |
| なぜESGインテグレーションが重要か               | 12 |
| 学術研究：ESGインテグレーションによる財務業績の向上      |    |
| 具体的なESG要素と財務業績                   |    |
| ESGインテグレーションと規制環境                |    |
| 資産クラス別のアプローチ                     | 19 |
| 株式                               | 19 |
| 債券                               | 23 |
| オルタナティブ-マクロ戦略                    | 30 |
| オルタナティブ-インフラストラクチャー              | 32 |
| オルタナティブ-プライベートエクイティ              | 34 |
| オルタナティブ-不動産                      | 35 |
| ソリューション-クオンツベータ                  | 38 |
| ソリューション-マネージャー選定                 | 39 |
| グローバル流動性                         | 40 |

# 投資の意思決定にESG要素を組み込む 際の当社の基本方針

## ESGとは

ESG（環境、社会、ガバナンス）要素とは一連の指標です。これまでは必ずしも体系的に報告されてきませんでしたが、発行体の業績に影響を与え得るものです。当社は投資判断の一環として、発行体のESGのリスクと機会の管理方法を考慮することは有益だと確信しています。

## ESG要素の一般的説明



| 環境    | 社会     | ガバナンス |
|-------|--------|-------|
| 炭素排出量 | 人権     | 取締役会  |
| 廃棄物管理 | 多様性    | 所有構造  |
| 水管理   | コミュニティ | 報酬    |
| 生物多様性 | 安全衛生   | 給与    |
| 気候変動  | 労務管理   | 会計    |
| 原材料調達 | 従業員の幸福 |       |

注記：環境、社会、ガバナンスの例は説明を目的としており、すべてを網羅したものではありません。

## ESGの進化

情報、データ、リサーチは投資の意思決定における重要な要素ですが、最近までESG要素に関する一貫性のある有益なデータセットは十分ではありませんでした。それまで投資家が入手できるものといえば、せいぜい企業のその場しのぎの情報開示や一貫性のない業界データであることがほとんどでした。

しかしこの数年で、投資家が入手できるESG関連のデータは質量も目覚ましく改善しました。CDP（以前のカーボン・ディスクロージャー・プロジェクト）、SASB（米国サステナビリティ会計基準審議会）、金融安定理事会のTCFD（気候関連財務情報開示タスクフォース）など自発的な情報開示を推奨する組織の貢献により、企業は自社のESGリスクへの理解を深め、測定し、投資家に発信できるようになりました。今や投資家は、より一貫性があり、比較可能で信頼性があり、かつ質の高いESG関連データを入手することができます。情報開示の義務化に向けた英国の規制など新しい明確な規制の後押しもあり、データが利用しやすくなったのです。<sup>2</sup>

<sup>2</sup> 「2019年Aリスト」、CDP、<https://www.cdp.net/en/companies/companies-scores>.

企業によるESGの情報開示の採用も目覚ましく拡大しました。CDPIにGHG(温室効果ガス)の年間排出量を報告していた企業は2004年には300社(大半は欧州を拠点とする企業)に過ぎなかったのに対し、今では全世界で8,000社を超えています。S&P500インデックスの採用銘柄のうち、2011年に持続可能性に関する報告書を提出した企業はほんの20%でしたが、今では85%となっています。<sup>3</sup>

デジタル化の進展により、膨大なデータの収集および処理における新たな可能性が数多く生まれました。こうして手に入るようになった新たなデータにより、ESG要素が長期的なキャッシュフローに及ぼす効果を評価できるようになりました。また、人工知能、機械学習、自然言語処理など最近になって利用できるようになったテクノロジーを活用し、従来とは異なる新たなデータソースから情報を入手し、適切な洞察を引き出すことができるようになりました。

当社は、かつてないほど多くのESGデータ、および優れた分析能力を入手できるようになったことで、投資先の企業や資産をよりスマートで包括的に評価できるようになったと確信しています。当社はこのアプローチをESGインテグレーションと呼んでおり、財務上重要なESG要素を利用して、より高いリスク調整後のリターンの創出を目指します。

### 投資でのESG要素の考慮における当社の進化

当社は長年にわたるアクティブ運用の経験を通じて、投資判断が長期的パフォーマンスに及ぼす影響を幅広く考慮するよう常に努めてきました。つまり、当社はこれまでもファンダメンタルズリサーチの一環として、企業と資産の長期にわたる戦略的リスクと機会に影響を与える重要なESG要素を考慮してきたのです。以前は、こうした考慮では主に、取締役会の資質、報酬、株主の権利などガバナンスの課題に焦点を当てていました。現在は、取り入れるESGの課題の範囲を拡大し、持続可能性戦略、廃棄物管理、労働者の権利、多様性などさまざまな課題を掘り下げて考慮しています。

もう1つの当社の進展として、当社がカバーしているすべてのセクターと世界中の全地域に対してESG要素の分析を実施するようになったことが挙げられます。投資家の間でESG分析の採用が広がっていることは、国連PRIの署名機関の大幅な増加にも表れています。大まかに言うとPRIは、資産の所有者と運用者が分析や意思決定にESGを取り入れるよう促すことをミッションとしています。2006年にはPRIの署名機関は63、運用資産は6兆5,000億ドルでしたが、現在の署名機関数は世界中で2,300を超えており、運用資産も85兆ドルを上回っています。<sup>4</sup>

当社は、データの透明性の高まり、およびESG要素の投資への採用方法に関する投資家の意識の高まりを背景に、ESG要素は主に2つの目的で利用されるようになったと考えています。1つ目は財務的に重要なESG要素であり、より高いリスク調整後リターンを創出するために利用されています。このアプローチはよくESGインテグレーションと呼ばれます。J.P.モルガン・アセット・マネジメントでは、長期的なリスク調整後の投資リターンの向上を目的として、財務的に重要なESG要素を投資分析および投資判断に体系的に組み込むことをESGインテグレーションと定義しています。

2つ目はより幅広いESG要素であり、ESGインテグレーションにとどまらない戦略を持つお客様に対して、特定の持続可能性関連の成果と投資リターンを実現するために利用されています。ここでは通常、財務的に重要かどうかにかかわらず、持続可能性関連の基準に基づいてスクリーニングまたはポートフォリオを傾斜配分する手法を用います。これらは通常、「サステナブル投資戦略」に分類されます。

<sup>3</sup>「フラッシュレポート」、ガバナンス・アカウンタビリティ研究所、2019年5月16日、<https://www.ga-institute.com/press-releases/article/flash-report-86-of-sp-500-index-r-companies-publish-sustainability-responsibility-reports-in-20.html>。

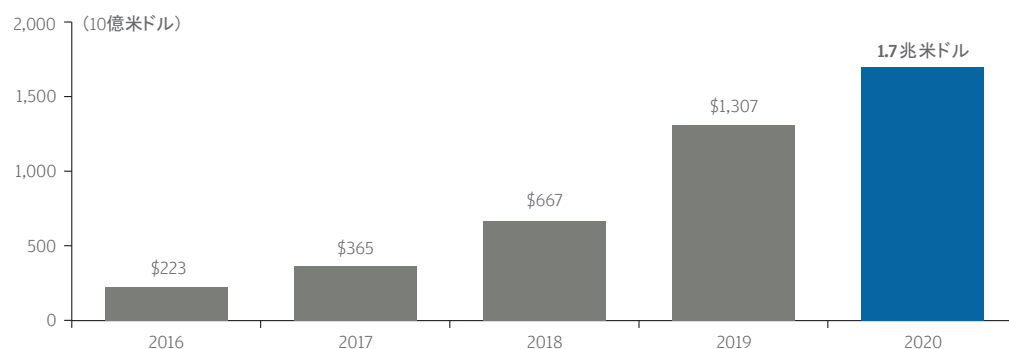
<sup>4</sup> PRI、<https://www.unpri.org/>。

# ESGインテグレーションに対する 当社のアプローチとコミットメント

J.P.モルガン・アセット・マネジメントでは、ESGインテグレーションが投資判断の基盤として浸透しています。

2016年以降、当社はすべての投資プラットフォームのアクティブ戦略に関して、重要で適切なESG要素を投資プロセスに組み込むよう取り組んできました。当社のオルタナティブ、株式、GFICC（グローバル債券・通貨・商品）、グローバル流動性、グローバルアセットマネジメントソリューションの投資エンジンは、アクティブ運用型の個別マンデートとファンドでESGインテグレーションプロセスを正式に確立しています（図表1）。ファンドにESGが組み込まれているかどうかは目論見書をご確認ください。

図表1: ESG統合済みの運用資産額の推移



出所: J.P.モルガン・アセット・マネジメント (2020年3月31日現在のデータ)

## コミット、実施、立証

J.P.モルガン・アセット・マネジメントは2016年以降、体系的な3段階の評価プロセスを採用しており、この評価プロセスを経て投資チームは「ESG統合済み」というステータスを取得します。



### コミット

投資チームには、ESGインテグレーションの専門リソースの投入、ESGの促進役の任命、明確なESGインテグレーション目標の設定が求められます。



### 実施する

投資チームが、リサーチ、ポートフォリオ構築、スチュワードシップなどの投資プロセスの各段階にESG要素を組み込みます。



### 立証する

投資チームが、正式決定したプロセスを実施し（詳細は以下を参照）、それぞれのESGインテグレーションを文書化します。



J.P.モルガン・アセット・マネジメントはさまざまな投資手法とアプローチを取り入れています。高度に体系化された方法でESGデータを収集および活用し、銘柄選択やポートフォリオ構築で利用するランキングを作成している戦略もあれば、ファンダメンタルズリサーチを通じてより定性的にデータを利用している戦略もあります。当社はさまざまな投資スタイルを活用するグローバルなアクティブ運用会社として、純粋なクオンツから、ファンダメンタルズリサーチに定性的判断を組み合わせたものまで、それぞれのスタイルに合わせた形でESG要素を投資プロセスに組み込んでいます。ESGインテグレーションにおいて統一されたアプローチは採用していません。プロセスの整合性の方を重視しているのです。

## ESGインテグレーションの実施：当社の10項目のスコアリング方式

当社はコミット段階を終えました。進行中の実施段階では、J.P.モルガン・アセット・マネジメントのサステナブル投資チームが社内の19人のシニアポートフォリオマネージャー、リサーチアナリスト、インベストメントスチュワードシップ専任担当者と連携し、ESGインテグレーションに向けた全社的なアプローチを規定します。このグループはサステナブル投資リーダーシップチーム—ESGデータおよびリサーチワーキンググループと呼ばれています。同ワーキンググループは代表的な投資プロセスにおける重要な各段階で、ESGインテグレーションの進捗状況と達成度合いを評価する10項目のスコアリング方式を開発しました。

**当社のサステナブル投資のための協調戦略は、サステナブル・インベスティング グローバル統括責任者のジェニファー・ウーが主導しています。サステナブル投資チームは次の3つの柱で構成されています。**

- 1つ目の柱はサステナブル投資ソリューションと商品イノベーションです。投資チームおよび販売チームと連携し、サステナブル投資商品のフレームワーク開発における専門知識を提供します。ESGインテグレーションに基づき、お客様に的を絞ったソリューションを紹介し、全社的に能力開発を一層進めるために研修ツールおよびマーケティングツールを開発しています。
- 2つ目の柱はサステナブル投資リサーチとデータです。すべての資産クラスの投資家、およびデータサイエンティストと連携し、ESGに特化したリサーチ開発を重点的に行っています。今後2年間は、主に気候変動および低炭素社会への移行を重視し、独自のESGスコア、テーマ別リサーチおよび分析の構築を優先させます。
- 3つ目の柱はインベストメントスチュワードシップです。運用主導型、専門家活用型のスチュワードシップアプローチを担当し、お客様に代わって企業とのエンゲージメントおよび議決権の代理行使を行っています。ガバナンス、長期的な戦略の整合性、人的資本の管理、ステークホルダーとのエンゲージメント、気候変動リスクの5つが主な優先事項です。

立証段階で各投資チームはワーキンググループに対し、ESGインテグレーションの実現を目指してどのような活動を行ったのかを示さなくてはなりません。当社のESG統合済みの戦略を見極めるプロセスは、10項目の評価基準の開発に伴って発展し前進し続けてきました(図表2)。<sup>5</sup> 投資チームが現行の評価基準においてESG統合済みというステータスを得るには、総合スコアを30ポイント以上、かつ評価基準ごとに2ポイント以上(1から5までの5段階評価)を取得しなくてはなりません。この基準を達成できなかったチームに対しては、ワーキンググループが具体的に欠けている点、および今後の再評価までに対応すべき改善点について説明します。この10項目のスコアリング方式は、特定の戦略の評価方法に関するガイダンスを提供するものですが、さらに長期的な進捗状況の評価にも利用することができます。

<sup>5</sup> このフレームワーク導入前にESGを統合済みであった戦略についても、10項目のスコアリング方式に従って見直しを行い、ESGが統合されていることを確認しています。



図表2: J.P.モルガン・アセット・マネジメントの10項目のESGインテグレーション評価基準

|           | 項目                       | 項目別のチェック内容                                                                                                                                                                                                           |
|-----------|--------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| リサーチと資産運用 | 1 リサーチアナリスト／投資デューデリジェンス  | <ul style="list-style-type: none"> <li>ESGインテグレーションは、リサーチや投資デューデリジェンスの不可欠な要素となっていますか。</li> <li>アナリストは各企業にESGの課題について働きかけを行い、ESGに関する情報を分析に活用していますか。</li> </ul>                                                         |
|           | 2 ポートフォリオ管理／投資決定のレベルでの考慮 | <ul style="list-style-type: none"> <li>ESGは投資の意思決定プロセスの基盤となっていますか。</li> <li>ESG要素を考慮してポートフォリオの組入比率を見直していますか。</li> <li>ポートフォリオマネージャーや投資委員会はアナリストのESG分析を覆したり、洞察を加えたりしていますか。</li> </ul>                                 |
|           | 3 外部のESGデータの幅広さ          | <ul style="list-style-type: none"> <li>独立した、外部の、またはサードパーティのデータをESG分析に取り入れていますか。そのデータをどのように活用していますか。</li> <li>チームは単一のデータソースだけを利用していますか。または、さまざまなサードパーティのデータソースを活用し、検証に利用していますか。</li> </ul>                            |
|           | 4 独自リサーチの実施レベル           | <ul style="list-style-type: none"> <li>利用可能な外部データと併せて、どの程度社内リサーチを実施してきましたか。外部やサードパーティのデータに大きく依存していませんか。</li> <li>チームがESGスコアを作成した証拠はありますか。</li> <li>(該当する場合)チームは企業側と面談し、ESG関連の課題についてエンゲージメントを行っていますか。</li> </ul>      |
|           | 5 対象とする企業／セクターの範囲        | <ul style="list-style-type: none"> <li>ESGを組み込む際にセクターの違いを考慮し、それぞれの要素の重要性を検討していますか。</li> <li>そうしている場合は、どのように行っていますか。</li> </ul>                                                                                       |
| 文書化       | 6 ESGインテグレーションの手法の文書化    | <ul style="list-style-type: none"> <li>ESGの組み込み方法を文書化していますか。</li> <li>特定の手法やフレームワークを利用していますか。また、それをチーム内で共有していますか。</li> </ul>                                                                                         |
|           | 7 独自のデータおよびリサーチ手法の文書化    | <ul style="list-style-type: none"> <li>独自のデータおよびリサーチを文書化したものはありますか。</li> <li>それを裏付けるケーススタディや事例はありますか。</li> <li>継続的な企業エンゲージメントはプロセスに組み込まれていますか。またそれをどのように文書化していますか(特に、浮き彫りになった重要なESG要素に関するエンゲージメント活動に関して)。</li> </ul> |
| モニタリング    | 8 リスク管理および監視             | <ul style="list-style-type: none"> <li>ESGインテグレーションプロセスにおける役割および責任を明確に割り振り、リスク管理と監視が適切に実施されるよう徹底していますか。</li> <li>ESGインテグレーションのリスク管理プロセスはどのようなものですか。</li> </ul>                                                       |
|           | 9 体系化                    | <ul style="list-style-type: none"> <li>Spectrum™のような集中型のシステムを利用してプロセスを実施し、投資エンジン全体で活用できるようにしていますか。</li> <li>ESGインテグレーションの情報は、一部の人の間だけでなく、チーム全体で共有していますか。</li> </ul>                                                  |
|           | 10 継続的なモニタリングとメンテナンス     | <ul style="list-style-type: none"> <li>ESGインテグレーションのモニタリングをどのように実施していますか。</li> <li>ESGインテグレーションの改善や強化について議論する場を設けていますか。</li> </ul>                                                                                   |

## ケーススタディ ESGインテグレーションへの道のり

当初のスコア: 28

スコア承諾理由: 適格なアプローチがあり体系化されていますが、ESGインテグレーションが実施されていたことを示す必要があります。

ワーキンググループによる審査結果: 2020年3月19日

### ESGインテグレーション結果



### 新たなスコア: 39

主な強み: リサーチ/デューデリジェンスレベルでESGがしっかり検討され、文書化および体系化されています。

次のステップ: 当面実施すべき次のステップはありませんが、引き続きデータ強化を進めても良いでしょう。

インテグレーションプロセスは強固であり、サステナブル投資チームは投資デスクと協力して必要な基準を確実に満たすよう取り組んでいます。

この例では、ESG立証評価における投資戦略の当初のスコアは28であり、ESG統合済みと分類されるために必要な最低基準である30に届いていませんでした。

### スコアの理由

ワーキンググループはアプローチと体系化については評価しました。いずれもチームの集約化された投資システムに組み込まれていました。

しかし、ESGを考慮する企業およびセクターを増やすなど、ESGインテグレーションプロセスにおけるその他の点でいくつかの制約が明らかになりました。

### 実施措置

ワーキンググループはチームに対し、ESGリサーチ範囲を拡大後に再度ESGインテグレーション基準のレビューを受けるよう提言しました。

### ESG統合済みの承認

チームはより深いESG考慮が求められる分野における取り組み方を変更したことを立証し、2度目のレビューを経て本投資戦略は承認を得ました。

当社はESG統合済みとなった全チームに対して、有意義な形で、日常的に、一貫性をもってESG要素を取り込み続けるよう求めています。そのために一貫したモニタリングプロセスを開発しており、投資チームが既にある通常の投資レビューシステムの一環として、ESG統合済みの戦略において重要なESG要素を考慮し続けるよう徹底しています。例として、株式、GFICC、マルチアセットソリューションのインベストメント・ダイレクターチームは、ポートフォリオ管理におけるパフォーマンスとリスク監視を担い、投資目的とプロセスの規律を維持しています。これまでもESGの一部モニタリングを行っていましたが、現在は正式にこの責任を担っています。インベストメント・ダイレクターチームは四半期ごとに各投資戦略を正式にレビューし、お客様の目的、パフォーマンス、リスクポジショニング、ESGインテグレーションの点から検証する予定です。

## 当社のアプローチに対するサードパーティのアセスメント

国連PRIイニシアチブは、投資の意思決定にESG要素を組み込むことを促進する国際的取り組みです。<sup>6</sup> 現在、署名機関の世界中の運用資産額は約90兆ドルです。J.P.モルガン・アセット・マネジメントは2007年以降、PRIの署名機関となっており、署名機関として以下のPRI原則の順守に取り組んでいます。

1. 投資分析と意思決定のプロセスにESGの課題を組み込みます。
2. アクティブな所有者になり、所有方針と所有慣習にESG問題を組み入れます。
3. 投資先に対し、ESGの課題についての適切な開示を求めます。
4. 資産運用業界において本原則が受け入れられ、実行に移されるよう働きかけを行います。
5. 本原則を実行する際の効果を高めるために、協働します。
6. 本原則の実行に関する活動状況や進捗状況に関して報告します。

PRIは、アセットマネージャーの年次報告を元に、ESGインテグレーションを含む責任投資アプローチの点からアセットマネージャーを評価しています。

J.P.モルガン・アセット・マネジメントは戦略とガバナンスの総合評価で「A+」を獲得しており、参加署名機関の中央値である「A」よりも高い評価を得ています(図表3)。

図表3: J.P.モルガン・アセット・マネジメントの2019年のPRIアセスメントのスコア

| PRIアセスメント結果 |                         | 2019年当社 | 2019年PRI<br>署名機関<br>の中央値 |
|-------------|-------------------------|---------|--------------------------|
| 戦略とガバナンス    |                         | A+      | A                        |
| 株式          | 上場株式(ESGの組み入れ)          | A       | B                        |
|             | 上場株式(アクティブオーナーシップ)      | A       | B                        |
| 債券          | 債券—ソブリン債、国際機関債、エージェンシー債 | B       | B                        |
|             | 債券—社債(金融)               | A       | B                        |
|             | 債券—社債(非金融)              | A       | B                        |
|             | 債券—証券化商品                | B       | C                        |
| オルタナティブ     | 不動産                     | A       | B                        |
|             | インフラストラクチャー             | A       | A                        |
|             | プライベートエクイティ             | A       | B                        |
|             | マネージャー選定: プライベートエクイティ   | A       | A                        |

出所: PRI、2019年8月現在。J.P.モルガン・アセット・マネジメントの最新(2019年)のPRIアセスメントについてはこちらのサイト([www.jpmmorgan.com/esg](http://www.jpmmorgan.com/esg))をご覧ください。

<sup>6</sup> PRI、<https://www.unpri.org/>。こちらのサイト([www.jpmmorgan.com/esg](http://www.jpmmorgan.com/esg))で2019年のPRIアセスメントを全文開示しています。

## なぜESGインテグレーションが重要か

当社は長期的な思考が持続可能なビジネスモデルにつながると考えています。企業がESG要素から生じるリスクと機会をどう管理するかは、業績に数多くの影響を及ぼし、時として悪い方向への影響として表れることがあります。ESG要素は風評面および規制面で悪影響を及ぼすリスクを生じさせる可能性があります。しかし同時に企業にとっては、増収、生産性向上、市場参入、人材の獲得および維持の機会を生み出すものでもあります。

多くの場合、ESG要素が財務業績に及ぼす影響は過去のデータに表れています。一方で、ESG要素がようやく企業の財務業績に影響を及ぼし始めているケースもあります。企業の温室効果ガスの排出量を例にとってみましょう。つい最近まで、企業の炭素排出量を投資判断において考慮したり、重大な規制のリスク源としてとらえたりするお客様はほとんどいませんでした。しかし、気候変動に対する意識の高まりがパラダイムシフトを引き起こしました。この動きは、過去のデータだけにに基づいたESGアプローチから前進し、企業の将来の財務業績に影響を与える可能性のある将来を見越した要素についても検討することの重要性を浮き彫りにしています。

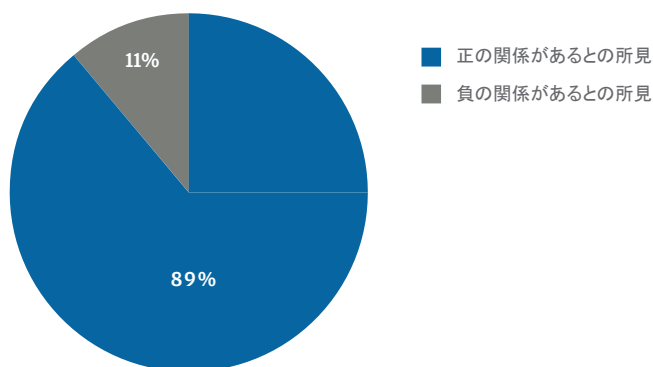
当社は、ESG要素とは、より優れた投資の意思決定に有益な追加情報だと考えており、ESG要素を投資プロセスに組み込むこと、つまりESGインテグレーションは、リスク管理の強化および一層安定した投資リターンの向上に貢献すると確信しています。また、ESGインテグレーションは、長期にわたるリスク調整後リターンの向上につながると確信しています。

### 学術研究：ESGインテグレーションによる財務業績の向上

ESGインテグレーションは優れたリスク調整後リターンの創出につながるという当社の見解は、次々と実施されている大規模な実証研究に基づいています。

フリーデらによる2,000以上の学術研究を対象にしたメタ分析(2015年)<sup>7</sup>で、実証研究の大多数がESG要素と企業の財務業績の間に正の関係があると指摘していることが分かりました。負の関係があるとした研究は約11%でした(図表4)。

図表4：大半の研究がESG要素と財務業績の間に正の関係があるとしている



出所：フリーデ他(2015年)。

ヨアンヌとセラフィーム(2019年)は、市場リーダーらが持続可能な慣行を採用すると、その慣行の多くは徐々に浸透していき、業界内の一般的慣行になることを明らかにしています。<sup>8</sup> 持続可能な慣行の採用はもはや単純に比較優位をもたらすものではなく、企業が遅れをとらないために実施すべき不可欠な行動となっていると言えるのではないのでしょうか。

<sup>7</sup> ガナー・フリーデ、ティモ・ブッシュ、アレクサンダー・バツセン、「ESGと財務業績：2,000以上の実証研究から引き出したエビデンス」、サステナブルファイナンスと投資ジャーナル、Vol. 5、No. 4(2015年)、210～233ページ、<https://www.tandfonline.com/doi/pdf/10.1080/20430795.2015.1118917>

<sup>8</sup> イオアニス・ヨアンヌとジョージ・セラフィーム、「企業の持続可能性：戦略とは」、ハーバードビジネススクール会計マネジメントユニット研究成果報告書No. 19-065、2019年1月、[https://www.hbs.edu/faculty/Publication%20Files/19-065\\_16deb9d6-4461-4d2f-8bbe-2c74b5beffb8.pdf](https://www.hbs.edu/faculty/Publication%20Files/19-065_16deb9d6-4461-4d2f-8bbe-2c74b5beffb8.pdf)

また、持続可能な慣行の中には、競合他社との差別化を図り、戦略的優位性を得るために利用できるものもあります。こうした戦略的な持続可能性の選択によって、資本利益率が大幅に改善する可能性があります。

ESG要素が企業のファンダメンタルズ面に与える影響は、投資家が期待できるトータルリターンにも表れます。

例として、優れたESG指標の銘柄の組入比率を高くしている株式ファンドはベンチマークをアウトパフォームしていることを示すエビデンスが次々と明らかにされており<sup>9, 10</sup>、その傾向は近年とくに顕著になっています。総合すると、この一連のリサーチから、ESG要素は将来の収益性に影響を及ぼすだけでなく、その将来の恩恵を株式市場が完全に織り込んでいないことが読み取れます。

ESGオーバーレイは債券のポートフォリオ構築にも役立ちます。J.P.モルガン・アセット・マネジメントのGFICCチームが実施したリサーチでは、アクティブ型債券戦略の銘柄選択において重要なESG要素を考慮すると、ポートフォリオのボラティリティ(変動性)が低下し、投資適格債の場合は債券ポートフォリオのリスク調整後リターンが上昇する可能性があることが明らかになっています(図表5)。<sup>11</sup> また、債券投資では持続可能性に優れた企業を選択することが、(見通しに基づく)予想利回りを損なわずに下落リスクを抑制する可能性があることも明らかになっています。こうしたリサーチ結果から、株式市場と同様に、債券投資家の間では持続可能な資産運用慣行の主要メリットが完全には織り込まれていないことが分かります。

図表5: ESGにティルトした債券のアクティブ戦略は多くの点で、関連するカスタマイズされたESGセクターのベンチマークをアウトパフォームしている

ESGティルト型のアクティブ戦略とカスタマイズされたESGベンチマークの比較(一般的な取引費用控除前)(IG, HY, EM)

|        | 超過リターン | ボラティリティ | リスクリターン・レシオ | 下落率  |
|--------|--------|---------|-------------|------|
| USD IG | 改善     | 改善      | 改善          | 変化なし |
| EUR IG | 改善     | やや上昇    | 改善          | 変化なし |
| USD HY | 改善     | 改善      | 改善          | 改善   |
| EUR HY | 変化なし   | 変化なし    | 変化なし        | 変化なし |
| USD EM | 改善     | 改善      | 改善          | 改善   |

ESGティルト型のアクティブ戦略とカスタマイズされたESGベンチマークの比較(一般的な取引費用控除後)(IG, HY, EM)

|        | 超過リターン | ボラティリティ | リスクリターン・レシオ | 下落率 |
|--------|--------|---------|-------------|-----|
| USD IG | 変化なし   | 改善      | 変化なし        | 改善  |
| EUR IG | 改善     | 改善      | 改善          | 改善  |
| USD HY | 低下     | 改善      | 変化なし        | 改善  |
| EUR HY | 低下     | 改善      | 低下          | 改善  |
| USD EM | 低下     | 改善      | 改善          | 改善  |

出所: 米ドルおよびユーロ建てICEバーク・オブ・アメリカ・メリルリンチ・グローバル・ハイイールド・インデックス、グローバル・コーポレート・インデックス、およびエマージング・マーケット・コーポレート・プラス・インデックス。MSCI ESGリサーチ。J.P.モルガン・アセット・マネジメント・グローバル債券・通貨・商品クオンツリサーチグループ。2019年3月31日現在のデータ。注記: ESGティルト型戦略はすべて市場セクター、格付、デュレーションで管理されています。EM: 新興国債券、HY: ハイイールド債、IG: 投資適格債。

<sup>9</sup> パトリック・ワンとマディソン・セルゲイ、「ベター・マイナス・ワース: ESGがリスク・リターンに与える影響の評価」、モーニングスター、2020年2月、  
[https://www.morningstar.com/content/dam/marketing/shared/pdfs/Research/963558\\_better\\_worse\\_final.pdf?utm\\_source=eloqua&utm\\_medium=email&utm\\_campaign=&utm\\_content=20815](https://www.morningstar.com/content/dam/marketing/shared/pdfs/Research/963558_better_worse_final.pdf?utm_source=eloqua&utm_medium=email&utm_campaign=&utm_content=20815)

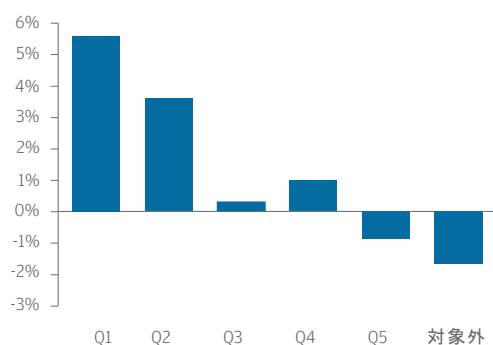
<sup>10</sup> ディミトリス・メラス、ゾルタン・ナギー、バドマカル・クルカーニ、「ファクター投資とESGインテグレーション」、MSCI、2016年11月、  
<https://www.msci.com/documents/10199/d13c8a0e-de0e-4313-82e2-0a197af30c34>

<sup>11</sup> ビュービンダ・バーラとラブリット・トウクラール、「ESGティルト戦略は社債ポートフォリオのリターンを向上させるのか」、J.P.モルガン・アセット・マネジメント、2019年6月、<https://am.jpmorgan.com/ch/en/asset-management/institutional/insights/portfolio-insights/sustainable-investing/does-an-esg-tilt-improve-corporate-bond-portfolio-outcomes/>

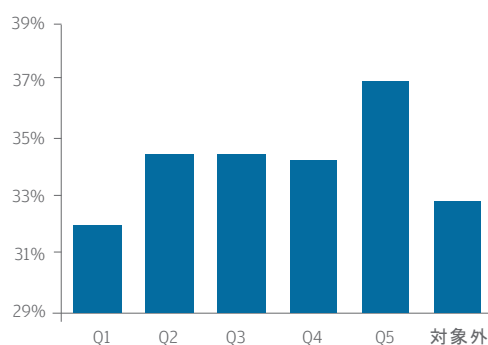
J.P.モルガン・アセット・マネジメントのEMAP(新興国アジア太平洋)チームは、新興国においてESG要素が株主利益に与える影響を分析しました。<sup>12</sup> この分析調査により、標準の定量的ESG指標以外にも目を向け、企業の戦略と方針をより深く理解することの重要性が浮き彫りになりました。EMAPリサーチアナリストは定期的に会社経営層とかかわりを持ち、ESG慣行に関する98項目の質問をしています。調査実施期間において、この98項目の質問のスコアが高かった企業(上位20%)は、スコアが下位20%だった企業を大幅にアウトパフォームしました。上位20%の企業の株式を選択することにより、ボラティリティの低下とより高いアルファの創出が可能になったのです。一方で、下位20%の企業の株式への投資ではリターンがマイナスになり、ボラティリティも高くなりました(図表6)。

**図表6: EMAPでESGに関する独自アンケートを実施。上位20%はボラティリティが低下し、下位20%を大幅にアウトパフォームしており、高スコアとパフォーマンス、および低スコアとボラティリティの相関関係が明らかになった**

クインタイル(五分位数)別のアルファ\*



クインタイル(五分位数)別のボラティリティ\*\*



出所: J.P.モルガン・アセット・マネジメント、Q=クインタイル(五分位数)。2019年10月31日現在のデータ。\* 調査期間 2013年2月～2019年10月。\*\* 調査期間 2013年10月～2019年10月。

<sup>12</sup> オースティン・フォリー、レオン・エデルマン、アミット・メータ、ジョン・シトロ、「ファンダメンタルズ面からの考察: サステナブル投資」  
J.P.モルガン・アセット・マネジメント、2020年1月、[https://am.jpmorgan.com/content/dam/jpm-am-aem/global/en/insights/portfolio-insights/jpm52494\\_fundamentally\\_speaking\\_em\\_sustainable.pdf](https://am.jpmorgan.com/content/dam/jpm-am-aem/global/en/insights/portfolio-insights/jpm52494_fundamentally_speaking_em_sustainable.pdf)



## 具体的なESG要素と財務業績

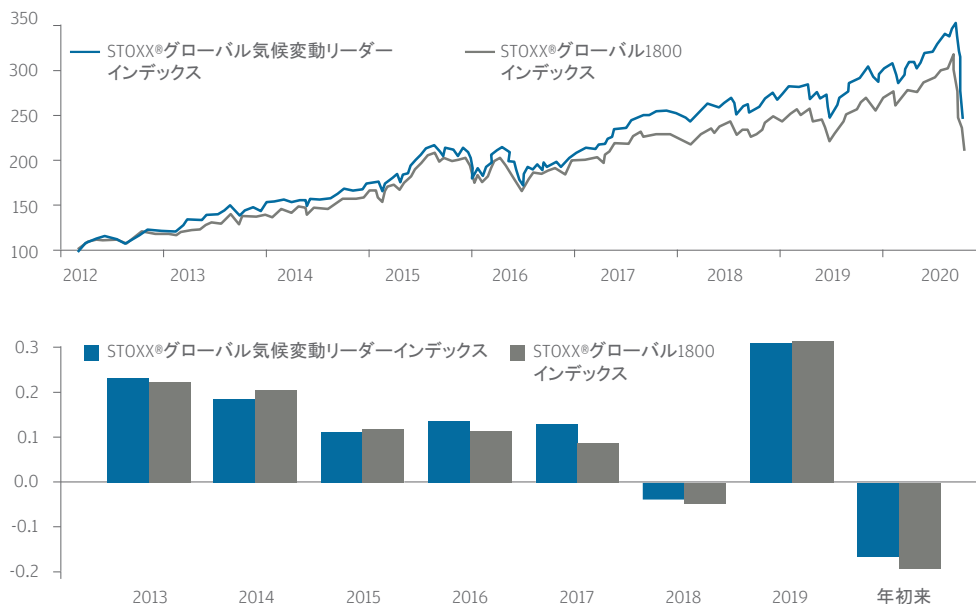
### 環境(E): 気候変動の財務的影響

企業は、気候変動からもたらされるリスクと機会への対応をかつてないほど強く迫られています。気候変動への対応には多額の設備投資が求められます。CDPIは、低炭素経済への移行に伴う機会が全世界で2兆1,000億ドル相当の規模になる可能性があり、気候を考慮したビジネス変革を行わない場合は1兆ドルもの損失を負うリスクがあるとしています。<sup>13</sup> 気候変動によるリスクを効果的に管理している企業は下落リスクを軽減することができ、そうした企業の行動は収益の増大に大きな影響を及ぼします。

さらに注目すべきは、金融市場が、気候変動リスクが企業業績に及ぼす影響に関して先を見越した見解を織り込み始めているということです。例として、投資家は自動車会社を評価する際に、電動化戦略について質問し、低炭素経済への移行ペースが速まる中で今後直面するリスクと機会を見極めようとしています。また、石油ガス会社の戦略評価では、化石燃料からの脱却を取りあげるケースが増えており、低炭素社会への移行の波により座礁資産となるリスクを回避しようとしています。

この種の質問に対して企業がどう答えたかは、企業の年間リターンに表れます。STOXXのデータによると(図表7)、CDPから環境に配慮していることを示すスコアを付与された企業は、過去7年間にわたりグローバルベンチマークを年間平均5.5%アウトパフォームしました。<sup>14</sup> このデータには、資産価格により気候関連の要素が反映され始めたことが表れており、気候変動に対する世間の注目の高まりと一致しています。

図表7: 気候変動対策をけん引する企業が示す好業績



出所: STOXXグローバル気候変動リーダーインデックス、2020年5月29日現在のデータ。

<sup>13</sup> 「気候変動リスクにより1兆ドルの損失に直面する世界的大手企業」、CDP、2019年6月、<https://www.cdp.net/en/articles/media/worlds-biggest-companies-face-1-trillion-in-climate-change-risks>

<sup>14</sup> 「CDPの気候変動Aリスト発表、アルファベット、シティグループ、ウォルマートが企業の気候変動対策におけるグローバルリーダーに選出」、CDP、2020年1月、<https://www.cdp.net/en/articles/media/alphabet-citigroup-and-walmart-named-among-global-leaders-on-corporate-climate-action-in-cdp-climate-a-list>

インフラストラクチャーや不動産などの資産クラスおよび戦略では気候変動リスクが重要な検討材料になります。こうした投資案件は、気温上昇、海面上昇、異常気象の頻発など、気候が想定を上回る早さで変化した場合には収益が左右される場合があり、大きな影響を受けることになります。しかし時には、こうしたリスクから機会が生まれることもあります（海面上昇に備えたインフラ構築のために民間資本の注入を拡大するなど）。気候変動へのさらなる関心の高まりが、再生エネルギー関連資産やその他のカーボンニュートラル関連の投資案件の株価収益率を引き上げる可能性があります。

## 社会(S): 人的資本の管理と多様性の影響

### 人的資本の管理が財務業績に及ぼす影響

企業が人的資本、つまり人材をどう管理するかは財務的に大きな影響を及ぼす可能性があります。そのため、少なくとも部分的には、企業戦略において鍵を握る要素となっています。学術的コンセンサスでは、人的資本の管理が優れている企業の方が、業績が優れているとされています。ある包括的調査は92の調査を対象に、研修と人事方針が、株主総利回り、総資産利益率、自己資本利益率、投資収益率、使用資本利益率、収益性といった財務業績に及ぼす影響を評価しました。<sup>15</sup> この92の調査のうち73の調査が、人的資本の管理と投資リターンの間に正の相関関係があると結論づけていました。2011年に実施され広く引用されているある調査も、従業員満足度と長期的な株価リターンの間に強い正の相関関係があることを明らかにしています。<sup>16</sup> 総合すると、これらの調査から、従業員満足度には企業の将来の収益性を押し上げる効果があることが読み取れます。また、当社の分析では、こうした将来の収益性は現在の株価に完全に反映されていないことが示されています。

### 多様性が財務業績に及ぼす影響

従業員の多様性および包摂性と、収益性向上との間に相関関係があることは数多くのエビデンスで示されています。マッキンゼー・アンド・カンパニーが2020年に実施したリサーチでは、経営陣のジェンダー多様性において上位25%に入る企業が平均を上回る収益をあげる可能性は、下位25%の企業より25%高いことが明らかになっています。<sup>17</sup> このリサーチでは、経営陣の民族および文化的多様性が利益に与える恩恵についても同様に説得力のある結果を明らかにしており、多様性の点で上位25%に入る企業の収益は、下位25%の企業の収益性を36%上回っていました（図表8）。その他、BCG（ボストンコンサルティンググループ）の実施した調査は、経営陣のジェンダー、年齢、出身国、キャリア、業界での経歴、学歴の多様性を広げると、より多くの優れたイノベーションが創出され、財務業績も向上するとしています。BCGは、新興国と先進国の両方において、経営陣の多様化が進んでいる企業の方がイノベーションから多くの恩恵を受け、EBITDAマージンが高いことを明らかにしています。<sup>18</sup>

一方で、経営陣レベルの多様性は重要ではあるものの、それだけでは十分ではないことを明らかにしているリサーチもあります。強靱なビジネスを構築するために、企業は従業員全般の多様化を図る必要があるのです。

<sup>15</sup> アーロン・バーンスタインとラリー・ビーフェルマン、「企業の財務業績に対する人的資本の重要性」、投資家責任リサーチセンター研究所、2015年4月、[https://lwp.law.harvard.edu/files/lwp/files/final\\_human\\_capital\\_materiality\\_april\\_23\\_2015.pdf](https://lwp.law.harvard.edu/files/lwp/files/final_human_capital_materiality_april_23_2015.pdf)

<sup>16</sup> アレックス・エドマン、「株式市場は目に見えないものを完全に評価できるのか：従業員満足度と株価」、ファイナンシャルエコノミクスジャーナル101号（2011年）、621～640ページ、<http://faculty.london.edu/aedmans/Rowe.pdf>

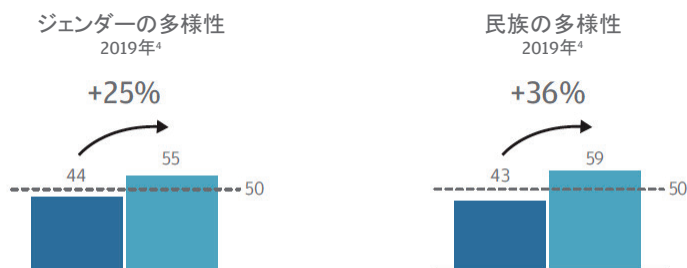
<sup>17</sup> ヴィヴィアン・ハント、サラ・プリンス、サンディアツ・ディクソンファイル、ケヴィン・ドーラン、「多様性がもたらす成功：包摂性はどのような影響を与えるか」、マッキンゼー・アンド・カンパニー、2020年5月、<https://www.mckinsey.com/~media/McKinsey/Featured%20Insights/Diversity%20and%20Inclusion/Diversity%20wins%20How%20inclusion%20matters/Diversity-wins-How-inclusion-matters-vF.pdf>

<sup>18</sup> ロシオ・ロレンツォ、ニコル・ヴォイト、ミキ・ツサカ、マット・クレンツ、ケイティ・アボウザハル、「経営陣の多様性がいかにイノベーションを後押しするか」、ボストンコンサルティンググループ、2018年1月、<https://www.bcg.com/en-us/publications/2018/how-diverse-leadership-teams-boost-innovation.aspx>

図表8: ある調査では、ジェンダーや民族の多様化が進んでいる企業(上位25%)は下位25%企業を大幅にアウトパフォームしていることが明らかになっている

#### 財務面でアウトパフォームする可能性<sup>1</sup>(%)

四分位 ■ 下位25% ■ 上位25% ---- 中央値



出所: マッキンゼー・アンド・カンパニー、2020年5月の調査データ。

当社は、社会的要素の重要性を適切に測定する上では、文化的小および背景的違いを組み入れることが重要であると理解しています。例として、ESG分析において、民族、ジェンダー、社会的背景など、多様性の議題におけるさまざまな要素をどう考慮するかは、市場によって異なります。

#### ガバナンス(G): 監視強化の影響

ガバナンスが優れた企業はガバナンスが効いていない企業をアウトパフォームする傾向にあることを示す強力な証拠があります。ガバナンスが優れていれば資金力および実物資産を確実に有効活用して監視を強化し下落リスクを軽減するほか、業務効率を改善することができます。

およそ20年前に実施されたある調査は、強固なガバナンスを通じて株主保護に力を入れている企業の株式は、ガバナンスが比較的不十分な企業の株式を大幅にアウトパフォームしていることを明らかにしています。コーポレートガバナンスにおいて上位10%に入っている企業の株式を購入し、下位10%の企業の株式を売却するという資産運用戦略であれば、年間8%を超える超過リターンを得られたと考えられます。<sup>19</sup> こうした効果は、この件に関する最初の著名な調査が発表されてから20年以上は有効だったようです。2019年にグラント・ソーントン<sup>20</sup>は、ガバナンスの強固な企業が生み出す営業活動によるキャッシュフローは3.4倍大きいことを明らかにしました。しかし、優れたコーポレートガバナンスの重要性が認められて何年も経過しているのに、いまだにガバナンス要素は株価に完全に反映されているようには見えません。

グラント・ソーントンの調査は、投資家が企業と連携し、企業のカバナス向上を手助けすることの重要性も明らかにしています。平均すると、ガバナンスのスコアが1つ上の四分位に到達するほど改善した企業は、営業活動によるキャッシュフローが44%増加し、これによりフリーキャッシュフローが46%、EBITDAマージンが10%増加しています(図表9)。

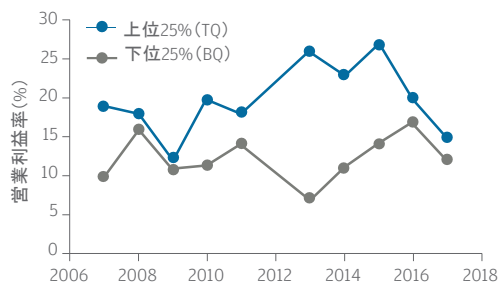
2008年から2017年の間、優れたコーポレートガバナンスをもつ企業の株主総利回りは、ガバナンスが弱い企業の2倍となっています。

<sup>19</sup> ボール・ゴンバーズ、ジョイ・イシイ、アンドリュース・メトリック、「コーポレートガバナンスと株価」、クォーターリー・ジャーナル・オブ・エコノミクス、Volume 118, Issue 1 (2003年)、107~155ページ、<https://www.jstor.org/stable/25053900?seq=1>

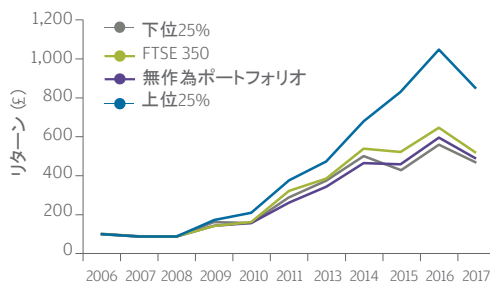
<sup>20</sup> サラ・ベル、「コーポレートガバナンスと企業業績: 効果的なコーポレートガバナンスと価値創出の明らかな関連性」、グラント・ソーントン、2019年、<https://www.granthornton.co.uk/globalassets/1.-member-firms/united-kingdom/pdf/documents/corporate-governance-and-company-performance.pdf>

図表9: ガバナンスのスコアが改善した企業は、営業活動によるキャッシュフローと株主総利回りが増加している

#### 営業利益率



#### 株主総利回り



|                      |       |
|----------------------|-------|
| TQはBQをアウトパフォームしていますか | はい    |
| アウトパフォームの可能性         | 100%  |
| TQの平均的パフォーマンス        | +43%  |
| 相関係数                 | 0.179 |

|             | シャープ<br>レシオ | 標準偏差   |
|-------------|-------------|--------|
| 上位25%       | 11.6        | 179.51 |
| FTSE 350    | 9.6         | 173.71 |
| 無作為のポートフォリオ | 10.9        | 164.92 |
| 下位25%       | 9.8         | 163.01 |

このトレンドに適合しているセクター

- ・素材
- ・消費財
- ・消費者サービス
- ・金融サービス
- ・ヘルスケア
- ・資本財
- ・電気通信
- ・テクノロジー
- ・石油ガス
- ・公益事業

出所: グラント・ソーントン、2019年現在のデータ。

しかし、すべての企業にとって同じガバナンス体制が効果的であると仮定してしまうと、適切なガバナンスの恩恵を過小評価してしまう可能性があります。例として、最近発表されたリサーチは、ガバナンスは「企業の機敏性」を促進する可能性も、妨げる可能性もあるとまとめています。ここでいう機敏性とは、企業がさまざまな方法で環境の変化に合わせて適応していくスピードを指しています。<sup>21</sup>

## ESGインテグレーションと規制環境

ESGに関する世界的イニシアチブが相次いで成立し、パリ協定<sup>22</sup>などの目標値が導入されて以降、各国政府と規制当局は規制の制定に向けて動いています。EUのサステナブル金融に関するアクションプランなど、こうしたESG規制のいくつかは協議段階にあり、一部地域では可決されています。<sup>23</sup> J.P.モルガン・アセット・マネジメントは社内での取り組みのほか、あらゆる地域で現地の規制当局および業界団体とかかわりを持ち、ESG規制の影響を評価し、当社がすべての条件(商品分類や情報開示など)を満たすよう努めています。ESG規制が当社のESG統合済みの商品に影響する場合は、要求される情報開示を含む追加情報を提供します。

<sup>21</sup> ケネス・レーン、「コーポレートガバナンスと企業の機敏性」、ハーバードロースクールのコーポレートガバナンスに関するフォーラム、2019年12月、<https://corpgov.law.harvard.edu/2019/12/11/corporate-governance-and-corporate-agility/>

<sup>22</sup> パリ協定によりすべての国が共通の目的を持つことになり、この目的の下で気候変動対策、および気候変動への適応策に関する熱意ある取り組みを行い、発展途上国には同様の取り組みができるよう強力な支援が提供されます。

<sup>23</sup> 2018年3月に欧州委員会が採択したサステナブル金融に関するアクションプランは次の3つを主な目的としています。(1)持続可能な成長を実現するために資本の流れをサステナブル投資に振り向ける、(2)気候変動、環境の悪化、社会問題から生じる財務リスクを管理する、(3)金融と経済活動における透明性と長期主義を育む。

# 資産クラス別のアプローチ

## 株式

当社は、お客様の資産に対する責任あるスチュワードシップには投資先企業のESGのリスクと機会の評価が欠かせないと確信しています。そのため、リサーチ、企業エンゲージメント、ポートフォリオ構築を含む投資プロセス全般でESG要素を取り入れています。当社のファンダメンタルズアナリストは分析においてESGを考慮し、ビジネスの持続可能性、経営層の資質、少数株主へのリスクを評価しています。

## リサーチ

当社の投資プロセスにおける主な強みは、ファンダメンタルズとクオンツの両面における社内のリサーチ能力です。特定企業に関するESGの見解は当社のファンダメンタルズリサーチアプローチの基盤の一端を担っており、独自のリサーチおよび企業との1対1のエンゲージメントから生み出されます。さらに、外部プロバイダーからのデータも活用しています。

当社は以下のような社内開発したリサーチプロセスを用いて、あらゆる企業のESGの実績を評価しました。

1. 世界共通の40項目の質問で構成されたESGチェックリスト。これまで世界2,000社以上の銘柄に適用し、当社の投資ユニバース全体でESG要素に関する他にはない独自のデータベースを構築しています。
2. サードパーティのESGデータを活用し、当社の重要性に関する見解に従って加重した定量面重視のESGスコア。このスコアは現在、当社の40項目のチェックリストの対象ではない銘柄にまで範囲を広げています
3. 当社がカバーしている2,000超の銘柄に関する戦略的な分類フレームワーク。この分類は、ビジネス品質に対する当社の判断に基づいて各銘柄に格付け（プレミアム、クオリティ、トレーディング、構造上の課題有）を付与するものであり、ESGは格付けプロセスに明確に組み込まれています
4. 当社の投資プロセスにとって重要とされた、株式およびセクターにおける特定のESGの議題に関する掘り下げたリサーチ。綿密な調査を行った項目として、米国の油田のフレアリング、欧州のファストファッションが環境に与える影響、アジアの保険会社のコーポレートガバナンスが挙げられます。

当社は、継続してESG分析を進展させ改善していく中で、独自の重要性フレームワークを構築することを目指しています。このフレームワークには、(1)ESGの観点から産業のどのサブグループが魅力的か（または魅力的ではないか）を見極めることを含む知見を深める、(2)より細かいレベルでベストインクラスの企業を体系的に特定する、という2つの目的があります。EMAPチームは最近、このフレームワークを完成させました。

## エンゲージメント

A企業に対する積極的なエンゲージメントは、かねてから当社の投資およびESGへのアプローチにとって不可欠な要素となってきました。当社はエンゲージメントによって、企業がESG関連の課題をどのように考慮しているかを理解するだけでなく、企業行動に影響を与えベストプラクティスを推奨するよう努めており、それによりお客様のリターンを向上させることを目指しています。エンゲージメント活動は、企業の経営陣との定例ミーティング、または当社のリサーチで浮かび上がった課題を取り上げるために設定する特別ミーティングを通して実施しており、特定の提案、または幅広い責任や事業運営について議論します。

エンゲージメントでは、トップダウンとボトムアップの両方のアプローチを利用しています。トップダウンアプローチでは、本社のインベストメントスチュワードシップチームが全社的なエンゲージメントの優先順位を設定します。次に同チームは、独自のチェックリストと定量的スコア



リングのほか、サードパーティのESGデータを活用し、当社が株式を所有する（または所有する可能性のある）企業のうち、あるESGの課題が影響を持ち始めた企業を対象として絞込みます。その後、投資チームと連携して企業に対するエンゲージメントを実施し、その結果を当社独自のデータベースであるSpectrum™に入力し、J.P.モルガン・アセット・マネジメントのすべての投資担当者が適切な場合に共有できるようにしています。実際にすべての企業エンゲージメントはSpectrum™に入力されており、他の投資チームもアクセスできるようになっています。

ボトムアップアプローチでは、投資担当者が日常業務や企業の経営陣とのやりとりを通じて、ESG関連の課題に気づくことがよくあるため、投資担当者からインベストメントスチュワードシップに働きかけることができるようにしています。当社のファンダメンタルズアナリストは、投資先の企業と少なくとも年に1回（通常はそれ以上）ミーティングするようにしています。長年にわたるアクティブ運用の経験と、経験豊富な安定した投資チームが、企業の最上層部との直接対話の継続的な実施を可能にしており、これにより当社は、企業にESGに関するベストプラクティスの実施を促す能力を最大限に発揮しています。

## ポートフォリオ構築

当社はESG基準から判断してはっきりと個別銘柄を除外することはありませんが（特定のサステナブル戦略、またはお客様からの特別な要望、現地の法律により義務付けられている場合を除く）、ESG要素は当社の確信レベルに影響を及ぼすことがあるため、ポートフォリオ構築において銘柄のポジションサイズに影響します。正確な手法はそれぞれ異なりますが、ESG情報は投資プロセス全般を通じて考慮されています。

### ケーススタディ:

#### 世界共通の40項目のESGチェックリスト

当社の世界共通の40項目のESGチェックリストは、環境要素に関する12の質問、社会要素に関する12の質問、ガバナンスに関する16の質問で構成されています。

質問は「はい」と答えるとマイナスになるように作られており、ポートフォリオマネージャーが潜在的リスクに気づくよう注意を促す仕組みになっています。ESGチェックリストは「合否判定」するためのものではなく、ポートフォリオマネージャーとファンダメンタルズアナリスト間の議論、およびカバーしている企業に対するエンゲージメントに有益な情報を提供するためのものです。以下はESGチェックリストの質問の例です。

- |              |                                                                                                                                                                               |
|--------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>環境</b>    | <ul style="list-style-type: none"> <li>- ビジネスは、温室効果ガスの抑制を目指す規制の影響を受けやすいですか。</li> <li>- 企業は有害排出物、廃棄物管理、またはその他の環境被害に関する課題を抱えていますか。</li> <li>- 企業は水資源の責任ある管理を怠っていますか。</li> </ul> |
| <b>社会</b>    | <ul style="list-style-type: none"> <li>- 企業は労使関係の課題を抱えていますか。</li> <li>- 企業はこれまで個人情報またはデータ保護の課題を抱えていたことがありますか。</li> <li>- 企業は反競争的行為や顧客の不当な取り扱いに関与していますか。</li> </ul>            |
| <b>ガバナンス</b> | <ul style="list-style-type: none"> <li>- 経営層は、ビジネスの確固たる資本配分手法について説明できませんか。</li> <li>- 取締役会の多様性は不十分ですか。</li> <li>- 所有者は過去にガバナンスが不十分であった、または少数株主の権利を悪用したことがありますか。</li> </ul>    |



## ケーススタディ: エンゲージメント 欧州の大手エネルギー会社

当社は何年にもわたり、ある大手エネルギー会社に対して、持続可能性戦略に関する働きかけを継続的に行ってきました。最近の協議で、この企業が描く移行の流れが確認できました。ポートフォリオを天然ガスに移行し、魅力的なリターンが見込めると判断した再生可能エネルギーに投資するというものです。同社は、化石燃料は今後も信頼できるエネルギー源として必要になるとみている一方、ガスは石炭に代わるクリーンなエネルギー源であり、CO<sub>2</sub>(二酸化炭素)排出量を50%から60%削減できるとしています。

しかし、こうした取り組みはCO<sub>2</sub>排出量を大幅に削減するには不十分であり、気候関連の規制が強化された場合、同社は費用負担を迫られる可能性があります。こうしたことを踏まえ、同社は大気中に放出される炭素量を削減するテクノロジーであるCCUS(二酸化炭素回収・有効利用・貯留)に資源を配分しており、年間の研究開発費用の10%を充てています。

同社のCCUSの取り組みをさらに詳しく理解するために、同社のCCUSと気候の専門家を交えたフォローアップ電話会議を手配しました。そこで、CCUS開発の状況は概して、パリ協定の目標に沿ったカーボンニュートラルの達成、および気温上昇の抑制に必要な水準にはほど遠いことが分かりました。CCUSは費用が高く当面は費用の減少が見込めないなど、さまざまな課題を抱えているため、近い将来にCCUSを巡る状況が変わることはないでしょう。

しかし、大きな課題を抱えているにもかかわらずCCUSに大規模投資を行っている同社の姿勢には、気候関連のリスクに対して将来を見据えたアプローチを採用していることが表れています。同業他社の中で、同社は持続可能性におけるリーダーとなっており、炭素の課題に真摯に取り組み、炭素がビジネスにもたらす影響を現実的にとらえています。こうした観点は、業界の存続の鍵を握るようになるでしょう。

## ケーススタディ: エンゲージメント 米国のエネルギー会社が抱えるフレアリングの課題

天然ガスのフレアリングとは、専用フレアを利用して坑口で天然ガスを燃焼させるプロセスをいいます。当社は、フレアリングによるCO<sub>2</sub>発生、および未燃フレアやフレアの不完全燃焼によるメタンの発生は温室効果ガスの排出量を不必要に増やしており、経済的恩恵もないと考えています。燃焼したガスは回収して売却されることはないため、社会的および経済的損失が生じており、この損失には連邦および州政府、民間の鉱物資産所有者が逸失した収益源が含まれます。したがって運営者は、フレアリングには問題があるものの、さまざまな解決策があり、経済面における長期的提案は説得力のあるものだということを認識して社会的および規制的な操業許可を維持しなくてはなりません。

多くの業界参加者は、フレアリングに関する運営慣行において差別化を図り始めており、排出量を大幅に削減しています。一部企業は、ガス生産量に占めるフレアリング割合を1%まで縮小している一方で、他の企業は依然として20%以上となっています。こうした縮小が実現した背景には、綿密な計画と、広く利用可能なテクノロジーおよび機器の導入があります。そのため当社は、石油ガスセクターで積極的なエンゲージメントを行い、ルーティンフレアリングの削減、坑井仕上げ中のディーゼル燃焼からの移行、旧式装置のアップグレードにより回避可能なメタン放出を一層低減するよう働きかけています。

米国のあるエネルギー会社に対して最近行ったエンゲージメントにおいて、当社はガス生産量に占めるフレアリング割合を計1%未満に削減することを確約するよう求めました。同社はフレアリングは容認できるものではないという点に同意し、ルーティンフレアリングの廃止を目指すとししました。しかし、操業にはサードパーティが関与していることから、短期間での実現は望めないでしょう。当社はエンゲージメントを通じて、適度に野心的な目標を設定し、排出量の透明性を高めることによって裏付けられた実行可能な事業計画を活用して環境フットプリントを削減することの重要性を強調しました。この会社とのエンゲージメントは今後も継続し、ルーティンフレアリングの削減を目指します。当社の集中型システムには、排出量の課題に関する同社の透明性について懸念があると記録しました。

当社は、炭素排出量に重く課税された場合、エネルギーセクターにおいて勝者と敗者が生まれることになるかと確信しています。さらに、世界各国が炭素に課金するようになれば、再生可能エネルギー源の普及が促進され、炭素集約度の低い企業が報われることになるでしょう。さらに気候関連の課題についてリーダーシップを発揮できず、透明性を確保できない企業は遅れをとったとみなされる可能性があります。

この会社のエンゲージメントでも、他のエンゲージメント同様、当社が得た知見をリスク評価および投資の意思決定に取り入れています。

## 債券

当社は債券投資家として、自分たちはお客様の資産の貸し手であると考えており、優れたリスク調整後リターンを提供できるよう取り組んでいます。この基本方針に従い、GFICCの投資プロセスはリサーチに基づいており、世界的に統一されています。

当社はポートフォリオの発行体に対し、持続可能な形で事業活動を行い高い水準を示すことを期待しており、重要なESGのリスクと機会に対する評価が長期的パフォーマンスをけん引する要素の1つであると確信しています。当社独自の分析においては、あらゆるファンダメンタルズ要因に加え、適切で重要なESGの課題を明確かつ体系的に考慮し、投資プロセス全般でこうした要素を監視しています。

債券セクターには違いがあるため、ESGインテグレーションの実施方法は微妙に異なりますが、独自のリサーチ、エンゲージメント、ポートフォリオ構築の3つの柱にわたる一貫したアプローチを採用しています。

### 独自のリサーチ

当社は規律ある体系的プロセスを用いて、ファンダメンタルズ要素、定量的要素、テクニカル要素を分析して投資機会を評価し、魅力的な機会を特定しています。独自のリサーチは当社のESGインテグレーションアプローチの基盤となるものであり、68人以上の専任キャリアリサーチアナリストが重要で適切なESG要素を含む、投資のあらゆる側面を緻密に分析しています。

当社独自のリサーチプロセスには、企業の規制当局への提出書類、年次報告書、公式ウェブサイト、発行体である企業および政府系発行体との直接的なコミュニケーション、メディア、サードパーティのリサーチ、当社独自のリサーチなどの情報が取り入れられています。その他の情報として、セルサイドの投資リサーチ、業界団体からのレポートが挙げられます。独自の重要性マトリックスも構築し、あらゆる債券市場のESG関連の主なリスク要因を取りあげています。このマトリックスはアナリストのリサーチ活動の指針となっており、アナリストが各セクター内でもっとも影響が大きい特定の議題を確実に重視できるようにしています。重要性マトリックスの抜粋は図表10をご覧ください。

アナリストは当社のリサーチデータベースに入っているサードパーティのESGデータにもアクセスすることができます。このデータベースでは各発行体をさまざまな形で表示し、それぞれの環境、社会、ガバナンススコアを追跡し、経時的な変化を確認することができます。この定量的データはアナリストの見解を補完するものであり、絶対的なものではありません。当社のアナリストは自分たちのリサーチと判断に基づいて見解を出しており、その見解は書面のリサーチレポートに記載されます。リサーチレポートにはESGに関するコメントを記載するセクションもあります。

ESG分析およびリサーチは当社の集中型テクノロジープラットフォームであるSpectrum™上で確認することができ、債券および株式を含むすべての投資チームで共有されています。これによりJ.P.モルガン・アセット・マネジメントのプラットフォーム間の連携を強め、影響を与え合うことが可能になっています。

### エンゲージメント

債券保有者である当社には議決権はありませんが、さまざまな市場参加者と共に幅広いESGの課題について働きかけを行っています。

リサーチアナリストがキャリアを通じて培ってきた経営幹部レベルとの関係により、企業の経営陣および政府系発行体の代表者に対して、適切なESG要素など、当社の信用評価にとって重要な課題に関する定期的なエンゲージメントが可能になっています。さらに、業界フォーラムへの参加、サードパーティのデータプロバイダーおよび格付機関との定期的な情報交換を通じて前向きな変化に貢献できるよう努めています。

当社は資産運用業界内での規模および地位を背景に、あらゆる資産クラスで大きな存在感を示しています。会社としての特定の利益が一致する場合には、全社的、または社内の株式担当チーム、本社のインベストメントスチュワードシップチームと共に頻繁にエンゲージメントを実施しています。

ESGエンゲージメントの結果は、アナリストが作成するリサーチレポートに記載され、それが発行体に対する全体的な見解に反映されるため、投資判断に直接影響することになります。

## ポートフォリオ構築

ESGに関するすべての定性的分析および定量的指標は、当社の共有テクノロジープラットフォームであるSpectrum TMIに保存して完全な透明性を確保し、すべての投資担当者がアクセスできるようにしています。ポートフォリオマネージャーは毎日、ESG要素と関連するリスクに対する自分たちのエクスポージャーの見通しを得ることができ、ポートフォリオの性質に応じてカスタマイズすることもできます。

アナリストは債券ごとに詳細なボトムアップサーチを実施していますが、ポートフォリオごとの最新のESGプロフィールを把握するには、さらに継続的なモニタリングも求められます。当社の独立したリスク管理チームは定期的にリスクレポートを作成しますが、これはそのままポートフォリオマネージャーに送付され、当社システムからもアクセスすることができます。そのためポートフォリオマネージャーは自分たちがさらされているESGリスクを把握し、ESGスコアおよび慣行が良くも悪くも同業他社に比べて極端に目立っており、基準を逸脱する可能性のある発行体を特定することができます。

債券市場は規模が大きく多様化しているため、各セクターチームは共通のGFICC ESGインテグレーションプロセスに対してそれぞれに合わせたアプローチを採用しています。

- **社債:** 先進国および新興国におけるIG（投資適格）およびHI（ハイイールド）社債の発行体に関しては、ボトムアップのファンダメンタルズ分析の一環として関連するESGリスクを体系的に考慮しています。ファンダメンタルズリサーチでは、ESGのリスクと機会からもたらされる現在および将来のキャッシュフローに対する影響も対象となります。ESG要素は重要であり発行体のリスクに影響を及ぼす可能性があるとなるとアナリストが確信した場合、この見解は全体的なクレジットの見解に反映されます。

クレジットアナリストの独自のファンダメンタルズリサーチは、サードパーティのESGデータ、リサーチレポート、企業エンゲージメントから得た知見を取り入れています。新興国においてはサードパーティのESGデータだけでは不十分なため、当社のEM（新興国）クレジットアナリストは、カバーしている企業との情報交換を通じてESG関連の質問リストの回答を得ることで、リサーチを補完しています。こうした作業は、カバー範囲が重複し、かつ情報障壁の点で問題にならない場合は、株式アナリストと連携して行います。

発行体のファンダメンタルズおよび市況に関する包括的な見解に基づき、IG社債およびEM社債のアナリストは独自の格付けプロセスを実施します。さらにアナリストは、発行体に対する全体的な見解にESG要素がどのように影響したかを、リサーチ通信の「ESGコメント」セクションで説明します。

ポートフォリオマネージャーはアナリスト独自の発行体ランキングとサードパーティのESGスコアの両方にアクセスすることができ、この情報を踏まえて市場のファンダメンタルズ要素、定量的要素、テクニカル要素を評価し、投資判断を導き出しています。さらにIG社債およびEM社債のポートフォリオマネージャーは、アナリストとの定例ミーティングで、ESG基準を逸脱している発行体について一貫性をもって検証および議論しており、これがより強固な連携を促し、ESG要素の理解を深めることにつながっています。



- 先進国ソブリン債:** 当社のESGの見解はスコアカードプロセスを通じて伝達されます。このプロセスは、特に環境、社会、ガバナンスの項目に関連するものを含むさまざまな要素における各国の状態を評価し格付けを行うものです。このスコアは国債の信用リスクに対するクオンツ分析の基盤となり、これを財政および経済見通しに及ぼす政治動向の影響などの定性的要素で補っています。特にESGに関するスコアカード指標には、失業率、財政赤字、政府債、汚職の抑制、世界ガバナンス指標、人口動態、教育水準、対GDPエネルギー効率、再生可能エネルギー、エネルギー輸入量、競争力、ビジネスのしやすさなどがあります。国債のスコアはその後追跡管理され追加されながら各国の方向性に関する知見を提供し、最終的には投資判断に影響を与えます。
- 新興国ソブリン債:** 当社のEM国債分析では、CFI(カントリーファンダメンタルズインデックス)やCESGI(カントリーESGインデックス)など、国の債務返済能力および返済意思を評価するさまざまな独自ツールを利用します。CFIモデルは、公正価値でのスプレッドの算出に利用される信用力を単独で客観的に測定するものです。債務支払い能力、流動性、構造的要素におけるさまざまなファンダメンタルズ指標を用いて測定します。CESGIモデルは、ESG調整後の公正価値でのスプレッドの算出に利用されるESG要素を総体的に定量評価するものです。CESGIは30以上のESG指標を考慮して設計されており、カントリースプレッドとCFIが示した公正価値の違いを説明する上でより影響が大きい指標を重視しています。こうした指標には、炭素排出量、環境リスクに対するぜい弱性、貧困、ジェンダー平等、ビジネスのしやすさ、汚職、短期的な政治リスクなどが挙げられます。このような定量モデルから導き出される情報は、アナリストのリサーチ、および中央銀行関係者、政府関係者、現地アナリストと面談するための定期的な各国訪問を通して得た情報を踏まえた定性的コメントで補完しています。
- 証券化商品:** 当社は証券化商品の担保およびディール構造の両方に対してボトムアップのリサーチを行っています。担保の分析では、その債権の品質、および将来のキャッシュフローからの支払いを最終的に受け取れる可能性に焦点を当てます。ディール構造の評価では、担保からの支払いが当該案件の別のトランシェに充当される構造的要素をもっとも重視し、さまざまな期限前償還や予想損失シナリオ下で想定される各証券のトータルリターンに対する理解を深めています。ESG要素は将来のキャッシュフローに著しい影響を及ぼすため、当社の担保および構造分析の両方における重要部分となっています。当社は、産業のサブグループ毎(CMBS(商業不動産担保証券)、航空機ABS(資産担保証券)、消費者ローンABSなど)のもっとも重要なESGリスク源を取りあげた独自の重要性マトリックスを作成し、リサーチアナリストの取り組みに指針を与え、方向性を示しています(図表10参照)。継続的な分析において当社が評価対象としている証券化分野でもっとも重要なESGリスクには、異常気象の地域的集中度合いとエクスポージャー、カーボンフットプリント、エネルギー・水・廃棄物管理、略奪的貸付、消費者保護法、引受詐欺の可能性、レポーティングの品質などがあります(これらに限定されません)。当社は独自のファンダメンタルズリサーチを重視していますが、証券化分野全般のESGリスクを検知して把握するために、社内チームの層の厚さ(24人の証券化商品専任投資担当者)、サードパーティのデータプロバイダーやリサーチプロバイダー(INTEXやTreppなど)も活用しています。

- 地方債:** ESGリスクは、地方債のボトムアップでのファンダメンタルズ分析に組み込まれています。アナリストのクレジット評価、およびその後の社内格付けでは、情報が入手できれば、重要で適切なESGリスク要素を採用しています。アナリストは、当社独自の重要性マトリックスを利用してそれぞれのセクターに関連するESGリスクを特定しています。地方債分野における分析対象には、気候リスク、エネルギー効率、水質管理、汚染対策、償還能力、透明性、訴訟リスク、年金積立、財務統制などがあります（これらに限定されません）。ポートフォリオマネージャーは、こうした社内の信用リスク評価を考慮して投資判断を下します。ESG評価は当社のガバナンスレビュープロセスを通じて定期的に見直されます。地方債市場は発行体の数が50,000を超え、規模が大きく範囲も広いため、全面的にエンゲージメントを行うことは極めて困難です。しかし、状況に応じて、または機会があれば発行体に直接働きかけを行っています。さらに、発行体および投資家向けのESG関連の産業会議にも積極的に参加しています。当社は、発行体、格付機関、銀行関係者、データ提供者、他の投資家に対し、セクター内におけるESG情報開示およびデータの改善の必要性を継続的に訴えています。います。

## ケーススタディ:

### 独自のESGリサーチがいち早く導き出す洞察

この数年の間、フランスのある小売会社を巡って、当社のある小売会社専任アナリストの見解と、サードパーティのESGデータプロバイダーおよび大手格付機関の見解が分かれていました。ナチュラル/オーガニック製品ラインの開発、およびカーボンフットプリントのラベル制度での草分け的地位などのさまざまな強みを理由に、サードパーティのESGデータプロバイダーはこの小売会社にAAの格付を付与していました。あるサードパーティのESGデータプロバイダーは、ピラミッド型の所有構造（負債比率の高い持株会社が株式を保有）と、取締役会の権限がCEOに集中していることを理由に格付スコアをいくらか減点はしていました。

しかし、当社はこうした課題のほか、不十分な情報開示、不明瞭な会計慣行（マイノリティ所有の事業体の完全連結など）、CEOとその他のステークホルダーとの明らかな利益相反を合わせると、このような高いESG格付や信用格付はそぐわないと考えました。さらに、このフランスの小売会社の債券にはこのようなリスクが織り込まれていないと確信しました。

同社のESG慣行に対する、サードパーティのESGデータプロバイダーよりも懐疑的な当社の見解は、当社アナリストのリサーチレポート文書に反映され、Spectrum™に保存されました。

2019年の第2四半期に、このフランスの小売会社の株式の過半数を所有していた負債比率の高い持株会社は経営難に陥り、債務再編に入りました。これによりこの小売会社の債券価格は下落し、欧州のハイイールド市場を大幅にアンダーパフォームしました。2019年の第2四半期の欧州のハイイールド市場のリターンは2.3%だったのに対し、インデックスから算出したこの小売会社の債券のリターンは-10.7%でした。2019年の間に、ムーディーズは同社の債券の信用格付をBa1からB3に、S&PはBBからBにそれぞれ引き下げました。

この事例は、当社がボトムアップの独自のリサーチプロセスを通じて、サードパーティの格付に左右されることなく、発行体のESGプロファイルに関する独自の見解を導き出し、割安または割高銘柄を特定していることを明らかにしています。



### ケーススタディ:

#### エンゲージメントが動かした銀行の取締役会

2019年9月、当社アナリストはあるロシアの銀行のCEOと面談し、取締役会がジェンダーにおける多様性を欠いている点について質問しました。CEOはこの話題に理解を示し、ジェンダーの多様性を検討することに合意しました。

2019年11月のフォローアップミーティングで、このCEOは、同銀行が次回取締役指名に女性を加えることを確約し、女性候補のインタビューを積極的に行っていることを明かしました。

同銀行はその後、初の女性取締役を任命しました。

この事例は、債券投資家である当社には議決権こそないものの、ポートフォリオ企業のビジネス慣行に有意義で前向きな影響を与えることが可能であるということを明らかにしています。

### ケーススタディ:

#### ESGプロファイルがフィンテック企業債券の組入比率に影響

当社独自のファンダメンタルズリサーチプロセス全般にESGの考慮を組み込むことをサポートするため、グローバル投資適格ポートフォリオ管理チームは産業ごとに各銘柄のESGスコアを見直し、ESG基準を逸脱している銘柄、ポートフォリオのポジションをオーバーウエイトまたはアンダーウエイトとする銘柄を見極めていきます。

このポートフォリオのポジショニングとサードパーティ(MSCI)のESGデータとの比較を通じて、幅広い投資適格ユニバースの中から産業または銘柄単位レベルで集中的に議論すべき基準点を引き出し、リサーチアナリストとのさらなる対話を促しています。これはポートフォリオ構築の判断にも影響を与えるものです。

この見直しの過程で、当社ポートフォリオマネージャーは、フィンテックセクターにおいてクレジット指標は同等でもESGプロファイルがまったく異なる2つの発行体を特定しました。この2つの発行体はどちらも英国市場を拠点とする決済処理会社であり、同じ信用格付を付与されており、英国債の利回りに対し同様のスプレッドで取引されていました。しかし、一方の会社のデータ保護およびサイバーセキュリティのプロトコルは極めて厳格なものでした。フィンテックセクターでは、こうしたプロトコルの強靭性が将来のキャッシュフローに大きな影響を及ぼす場合があります。この点にも、産業別にESGスコアの見直しを実施することの重要性が表れています。

当社アナリストは独自にリサーチを実施して2社のESGプロファイルを検証しました。ポートフォリオ管理チームはこの検証で明らかになった2社の違いをポートフォリオのポジショニングに反映させ、優れたサイバーセキュリティプロトコルを持つ発行体をオーバーウエイトとし、もう一方の発行体をアンダーウエイトとしました。

この事例は、ポートフォリオ構築のさまざまな段階を通してESG要素が考慮されており、最終的にポートフォリオのポジショニングに影響を及ぼしていることを明らかにしています。

図表10: リサーチプロセスで用いる独自の重要性マトリックス

|       | 業種                      | 環境      | 社会  | ガバナンス | コメント                                                                                                                                        |
|-------|-------------------------|---------|-----|-------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 社債    | 基幹産業                    | 高       | 低   | 高     | E: 金属、化学、製紙業界は、本質的に自然景観を変更、汚染、悪化させる<br>S: 労務管理の懸念が高まっている場合があるが、他の産業と同程度<br>G: 所有者、会計、腐敗防止ポリシーは多国籍の複合企業にとって重要な意味を持つ                          |
|       | 資本財                     | 低/中     | 低   | 高     | E: 製造は資源集約型ではなく、環境技術、および廃棄物の最小化が焦点<br>S: 労務管理の懸念が高まっている場合があるが、他の産業と同程度<br>G: 所有者、会計、腐敗防止ポリシーは多国籍の複合企業にとって重要な意味を持つ                           |
|       | 通信                      | 低       | 中   | 高     | E: ケーブル/衛星、無線、有線セクターにおける影響は限定的<br>S: 労務管理の懸念が高まっている場合がある、企業の社会的プロファイルは比較的大きい<br>G: 所有者、会計、規制、反競争的慣行は重大な検討材料                                 |
|       | 一般消費財                   | 低       | 中   | 高     | E: 自動車、ゲーミング、住宅建築、宿泊レジャーセクターにおける影響は限定的<br>S: 労務管理の懸念が高まっている場合がある、企業の社会的プロファイルは比較的大きい<br>G: 所有者、会計、規制、反競争的慣行は重大な検討材料                         |
|       | 生活必需品                   | 低/中     | 低/中 | 高     | E: 飲食セクターの環境フットプリントはもっとも大きい、ヘルスケアは限定的<br>S: 労務管理の懸念が高まっている場合があり、製品の安全性/品質が重要<br>G: 所有者、会計、規制、反競争的慣行は重大な検討材料                                 |
|       | エネルギー                   | 高       | 低   | 高     | E: 採鉱・生産業界は、本質的に自然景観を変更、汚染、悪化させる<br>S: 労務管理の懸念が高まっている場合があるが、他の産業と同程度<br>G: 所有者、会計、腐敗防止ポリシーは多国籍の複合企業にとって重要な意味を持つ                             |
|       | 金融                      | ごくわずか   | 中   | 高     | E: セクター全般における影響は限定的<br>S: 責任投資はビジネスモデルに組み込まれているが、世界金融危機以降、社会的プロファイルが重要となっている<br>G: 所有者、会計、規制、反競争的慣行は重大な検討材料                                 |
|       | その他産業                   | 低/中     | 低   | 高     | E: 工業会社の環境フットプリントはやや大きいが発行体ごとにまったく異なる<br>S: 労務管理の懸念が高まっている場合があるが、他の産業と同程度<br>G: 所有者、会計、規制、反競争的慣行は重大な検討材料                                    |
|       | テクノロジー                  | ごくわずか/低 | 低   | 高     | E: セクター全般における影響は限定的<br>S: 労務管理の懸念が高まっている場合があるが、他の産業と同程度<br>G: 所有者、会計、規制、反競争的慣行は重大な検討材料                                                      |
|       | 運輸                      | 中       | 低   | 高     | E: 狭い産業であり、航空会社と炭素排出量が主な要素<br>S: 労務管理の懸念が高まっている場合があるが、他の産業と同程度<br>G: 所有者、会計、規制、反競争的慣行は重大な検討材料                                               |
|       | 公益事業                    | 高       | 低/中 | 高     | E: 発電とエネルギー源が投資での主な検討材料<br>S: 労務管理、および職場の安全衛生の懸念が高まっている場合がある<br>G: 所有者、会計、規制、反競争的慣行は重大な検討材料                                                 |
| 証券化商品 | エージェンシーRMBS/エージェンシーCMBS | 低       | 低   | 高     | E: 地理的に集中している証券が主な検討材料<br>S: 借り手/債権回収会社の動向が期限前償還およびデフォルトに影響する場合がある<br>G: GSE(政府支援機関)の保管理、GSEの管理/監視が重大な検討材料                                  |
|       | ノンエージェンシーMBS            | 低       | 低   | 高     | E: 地理的に集中している証券が主な検討材料<br>S: 借り手/債権回収会社の動向が期限前償還およびデフォルトに影響する場合がある<br>G: 発行体および受託者のビジネス倫理が重大な検討材料、融資引受詐欺の可能性                                |
|       | CMBS                    | 低/中     | 低   | 高     | E: 主な検討材料: 地理的集中、環境への影響、LEED基準、グリーンファイナンスへのアクセス<br>S: 裏付けとなる融資のソーシングおよび引受<br>G: 検討材料: 発行体/借り手/受託者のビジネス倫理、建築規制、土地の規制要件                       |
|       | ABS*                    | 低       | 低/中 | 高     | E: 主な検討材料: 担保資産のエネルギー効率とカーボンフットプリント、地理的に集中している証券<br>S: 主な検討材料: 裏付けとなる融資のソーシング・引受・債権回収、略奪的貸付、風評リスク<br>G: 主な検討材料: 発行体/借り手/受託者のビジネス倫理、引受詐欺の可能性 |
| 国債    | 先進国                     | 低       | 低/中 | 高     | E: 対GDPエネルギー効率、再生可能エネルギー、エネルギー輸入量<br>S: 失業率、人口動態、教育、競争力<br>G: 国の財政(赤字、政府債)、汚職の抑制                                                            |
| 新興国債券 | 現地通貨建てソブリン債             | 低/中     | 高   | 高     | E: 国の財政が特定セクター(石油、石炭)に依存しているとリスクがあるが、国によりまったく異なる<br>S: マイノリティへの対応、福祉、教育、失業率、労務管理、競争力<br>G: 安定性、有効性、規制の質、透明性、汚職、選挙および政治的緊張                   |
|       | 外貨建てソブリン債               | 低/中     | 高   | 高     |                                                                                                                                             |
|       | 外貨建て社債**                | 中       | 中   | 高     | E: 自然景観の変更、汚染、悪化程度は、産業および発行体ごとに大きく異なる<br>S: 労務管理、職場の安全衛生、データ保護、製品の安全性または虚偽販売<br>G: 所有者、取締役会の構造、会計、規制、反競争的慣行は重大な検討材料                         |

|    | 業種        | 環境  | 社会  | ガバナンス | コメント                                                                                                                                       |
|----|-----------|-----|-----|-------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 地方 | 電力事業      | 高   | 高   | 高     | E: 汚染対策、政府基準（インフラストラクチャーは連邦/州の汚染規制要件を順守している）<br>S: 汚染物質による費用負担は高額で切迫したものになる可能性がある、持続可能で信頼性のある供給が必須<br>G: 透明性、財務統制、独立性、意志の固さ、財政バランス、慎重な資本計画 |
|    | 上下水道      | 高   | 高   | 高     | E: 汚染対策、水質保全<br>S: コミュニティへの十分な供給、質が高く安全な水に対する人々の信頼<br>G: 透明性、財務統制、独立性、意志の固さ、財政バランス、慎重な資本計画                                                 |
|    | ヘルスケア     | 低   | 高/中 | 高/中   | E: エネルギー効率/LEED基準<br>S: コミュニティへの恩恵（患者の治療、教育）、貧困層/無保険層からのアクセス、雇用機会の創出<br>G: 透明性、財務統制が主な検討材料                                                 |
|    | 高等教育      | 低   | 高/中 | 高/中   | E: カーボンフットプリントを削減するキャンパスプロジェクト、州/連邦の環境ガイドラインの順守<br>S: 幅広いアクセス、費用水準、デモグラフィー型多様性<br>G: 透明性、取締役会および経営層の説明責任、財務統制が主な検討材料                       |
|    | 学生ローン     | 低   | 高/中 | 高/中   | E: セクター全般における影響は限定的<br>S: 高等教育ローンプログラムの利用しやすさ<br>G: 透明性、財務統制、政治的およびガバナンスの独立性が主な検討材料                                                        |
|    | 住宅        | 低   | 高/中 | 高/中   | E: 住宅計画の環境フットプリントを削減/改善するプロジェクト<br>S: 一定の収入条件を満たす人向けの住宅提供<br>G: 透明性、財務統制、政治的およびガバナンスの独立性が主な検討材料                                            |
|    | 運輸        | 高/中 | 中   | 高/中   | E: 汚染物質削減と土地保全（公共交通）、燃料節約（相乗り専用車線）<br>S: 手ごろなアクセス、運転できない人/交通弱者の移動のしやすさ、雇用機会の創出<br>G: 透明性、財務統制、政治的およびガバナンスの独立性が主な検討材料                       |
|    | 州、市、地方自治体 | 中   | 高/中 | 中     | E: 環境汚染対策事業、規制遵守<br>S: 公共利用/公的需要のためのインフラ提供（学校、図書館、公園など）、裁判の公平性/アクセス<br>G: 透明性、財務統制、チェックアンドバランス、組織的プロセス                                     |
|    | 学区        | 低   | 高/中 | 中     | E: 学区の環境フットプリント改善を目指す環境に配慮したプロジェクトの実施<br>S: 公共利用/公的需要のためのインフラ提供<br>G: 透明性、財務統制、チェックアンドバランス、組織的プロセス                                         |

出所: J.P.モルガン・アセット・マネジメント・グローバル債券・通貨・商品グループ。説明だけを目的としています。変更する場合があります。2018年12月現在。\*環境要素の考慮では、カードABS、消費者ローンABS、学生ローンABSは含まれません。社会要素の考慮では、航空機ABSは含まれません。E、S、GリスクはABSの種類によって異なります。\*\*E、S、Gリスクは新興国社債間で大幅に異なります。

## オルタナティブ - マクロ戦略

### 当社のESGインテグレーションに向けた全体的アプローチ

当社はプロセスにESG分析を組み込み、ESG関連の課題から生じる可能性のあるマイナスのリスクシナリオを軽減しています。当社の投資の意思決定ではさまざまな情報を利用しますが、そのうちの重要情報の1つはESGリスクの考察から得られるものであり、特定銘柄の購入、売却、ポジション調整の選択に影響する場合があります。当社のESGインテグレーションは、ESGスコアリング、ファンダメンタルズ分析、アクティブオーナーシップの3つの主要項目で構成されています。

- ESGスコアリング:** サードパーティのスコアは、ESGリスクの考察における客観的な定量的フレームワークとなります。当社はESGスコアリングとMSCIの関連分析を活用して、株式および社債のESGスコア、国債のカントリースコアを引き出し、当社独自のポートフォリオおよびリスク管理システムであるSpectrum™のファクター分析ツールに入力します。この分析ツールを利用して、ポートフォリオの全体的なESGスコア、それぞれの構成要素、幅広いユニバースのスコアを確認することができます。
- ファンダメンタルズ分析:** 当社のファンダメンタルズ分析では、当社独自のリサーチ、ブローカーおよびESG専門のサードパーティのリサーチのほか、それぞれの国、セクター、産業、活動に固有のESG要素について把握したことを活用しています。この分析はSpectrum™のリサーチノートに参照用に記録され、その後の推移も監視することができます。
- アクティブオーナーシップ:** マクロ戦略チームは、当社が大量保有している企業や関心がある分野の企業の経営層に直接かつ頻繁にエンゲージメントを行っており、インベストメントスチュワードシップチームは、スチュワードシップの5つの優先事項に基づいて企業とつながりを持ち、ファンドを含めたプラットフォーム全般における議決権行使を監視します。さらに、資産クラス全般のチームが企業の経営陣にエンゲージメントを行い、知見を共有しています。つまり当社は、アクティブオーナーシップがESG分析を強化し、企業にESG関連の課題について働きかける能力を後押しすると確信しているのです。

## ケーススタディ

### ソフトウェアサービス会社

**投資テーマ:** 当社のマクロテーマの1つである幅広いテクノロジーの採用にはさまざまな有望分野があり、現在はクラウドコンピューティングへの移行が挙げられます。この会社は、その膨大な企業ユーザー数、アプリケーションのエコシステム全般における緊密な統合、ハイブリッドクラウドが提供する価値提案により、急成長するこの分野でさらに存在感を高められる有利なポジションを確立していました。他のテクノロジープラットフォームおよびサービスとの統合が、この分野における同社と他社との差別化要因です。

リスク考慮:

- エンタープライズ市場での競争激化が市場シェア拡大の足かせとなっています
- 価格圧力が全体的なマージン拡大の可能性を阻んでいます
- クラウドの成長が同社のオンプレミス事業の売上を落としています
- ESG独自のリスク: 贈賄の疑いがあり、実際に汚職行為が行われる可能性を示唆しています

その他ESG分析:

- MSCI ESG業界調整後スコア: 10
- ISS ESG規範に基づくフラグ: 贈賄および汚職事件についてはアンバー(黄色信号)

## ファンダメンタルズ分析

ソフトウェアサービスセクターでESGを考慮する際の主要分野において、同社のファンダメンタルズは絶対的に優れており(当社見解)、セクター内の他社と比べても相対的に優れています。以下は、該当する各ESG要素の分析の要約です(図表11)。さらに、同社特有の留意点として汚職問題についても評価しました。この点はサードパーティのESGリサーチ会社であるISS ESGが同社にアンバーフラグを付与したことに表れています。

図表11: あるソフトウェアサービス会社向けのESG分野の分析要約

| ソフトウェアサービスセクターの主な課題 | 会社のアプローチ/コミットメント                                                                                                                                                  |
|---------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 炭素排出量               | 温室効果ガス削減目標を設定しています。2030年までにカーボンネガティブを実現することを確約しています。会社が創業以来、直接または電気消費により排出してきたすべての炭素を2050年までに回収することを目指しています。排出量を相殺するために各事業部門が支払う社内炭素税を引き上げています。気候リーダーシップ協議会の一員です。 |
| コーポレートガバナンス         | コーポレートガバナンスは強固であり、その慣行は株主の利益と概ね一致しています。                                                                                                                           |
| 個人情報とデータ保護          | データ保護ポリシーがあり、サイバーセキュリティの研究開発費の年間予算は10億ドルです。プライバシー立法を支持し、GDPR(EU一般データ保護規則)の遵守に取り組んでおり、これを世界各国で適用しています。                                                             |
| 汚職と不安定要因            | 同社にアンバーフラグがつけられたのは、2013年から2015年のハンガリーでの汚職疑惑に伴うESG上の懸念が表れたものでした。同社のフラグは、アンバーの中でも最低レベルの6でした(1から10で評価、1が最高、10が最低)。贈賄防止プログラムと手順が導入されています。                             |
| 人的資本の開発             | 幅広い従業員開発を目指し、管理者およびリーダー養成研修プログラムに重点的に取り組んでいます。                                                                                                                    |
| 環境技術における機会          | エネルギーおよび環境面で利点のあるITインフラおよびサービスの提供者として、クラウドコンピューティング、データセンターの効率化ソリューション、エネルギー管理のソフトウェアツールを提供しています。                                                                 |

出所: J.P. モルガン・アセット・マネジメント。

全体として、当社は、この会社が重大なESGリスクを示していないことに満足しています。当社の分析で示されたESGリスクは汚職疑惑に関することです。しかし当社は、2013年から2015年のハンガリーでの汚職疑惑以降、コンプライアンスと社内統制が強化されていることを踏まえ、株主価値の毀損リスクは低いと確信しています。さらに、この事件で同社は900万ドルの制裁金を支払っており、これ以降の財務的影響はないと予想されました。2020年3月31日現在の同社の1兆5,000億ドルの時価総額、530億ドルのネットキャッシュに鑑みると、この制裁金の影響は比較的軽微なものでした。同社はさらに、ハンガリーの子会社の契約を打ち切り、従業員を懲戒処分にするという是正措置を取りました。

2018年7月に同社に投資して以降、ソフトウェアサービスセクター全般のプライスリターンは46%増だったのに対し、同社は82%上昇しました。<sup>24</sup>2018年11月にアンバーフラグがついたことを踏まえれば、このプライスリターンには、汚職疑惑の株主価値への影響はごくわずかであったことが表れています。依然としてISS Ethix(コーポレートガバナンスと責任投資に関する情報会社)からアンバーフラグをつけられていることに変わりはありませんが、当社は、同社が統制強化のために必要な措置を実施しており、汚職疑惑は株主価値に影響を与える可能性のある組織的問題ではなく、引き続き他のあらゆる規範をクリアしていることに満足しています。

## アクティブオーナーシップ:

本社のインベストメントスチュワードシップチームは2019年に同社とのラウンドテーブルミーティングで議長を務めました。議題に上がった項目は、企業文化、セクシャルハラスメント、多様性、人材採用と面接での偏り、従業員の離職率、個人情報とデータ保護、炭素税などでした。

<sup>24</sup> 配当金支払い前、2020年6月16日現在のブルームバーグのデータ。



## オルタナティブ - インフラストラクチャー

インフラ資産は持続可能なコミュニティ運営において不可欠であり、人々の日々の生活に欠かせない安全かつ清潔で、信頼性のある安価な基本的サービスを提供するものです。従業員、利用者、コミュニティの安全は、インフラ会社の運営能力（「ソーシャルライセンス」とも呼ばれています）の要です。

J.P.モルガン・アセット・マネジメントのインフラストラクチャー直接投資のアプローチでは、投資およびポートフォリオ管理プロセスでESGを考慮して、リスク管理を効率化し、持続可能な長期リターンを創出することを目指しています。支配持分を取得して取締役会の過半数を独立取締役とするアクティブガバナンスが、各企業とそのステークホルダーに適したESG慣行の設計および実施における第1段階となっています。アクティブガバナンスは、長期にわたりインフラ会社に影響を及ぼし長期目標の実現能力に大きく影響することのあるリスクと機会に対し、効果的なエンゲージメントと監視を可能にします。

インフラ投資のデューデリジェンスでESGのリスクと機会を考慮することは意思決定の基礎であり、該当する場合に分析する項目としては、ガバナンスフレームワーク（通常は過半数支配）、組織文化（多様性と包摂性を含む）、安全衛生パフォーマンス、ステークホルダーとのエンゲージメントおよびコミュニティへの影響、対象資産が環境に与える影響と環境から受ける影響、サイバーセキュリティおよび情報保護、気候変動の（移行および物理）リスクと機会、腐敗防止、大災害に対する強靱性などが挙げられます。投資後は、特定されたESGリスクと機会は通常、取得後100日間計画で取りあげられますが、これにはデューデリジェンスおよび報酬調整計画で特定された優先事項が含まれます。ESGのリスクと機会は進行中のガバナンスフレームワークにも組み込まれます。

当社はESGを、過去を振り返りコンプライアンスを考慮するものではなく、将来を見越して戦略的にポジショニングする上での重要要素ととらえています。直接インフラ投資における最近のESGイニシアチブの例には以下のようなものがあります。

## ケーススタディ:

### 気候変動のリスクと機会に対応し、エネルギー転換に備える

当社の直接インフラ投資アプローチでは、気候のリスクと機会を継続的に評価および管理しています。当社の直接インフラチームは各投資先企業と連携し、気候変動による物理および移行リスクのほか、座礁資産リスク、幅広い規制、方針、政治的リスクと機会の把握に努めています。

また、投資先企業と連携し、4.8ギガワット超の再生可能エネルギー発電容量を取得する一方で、化石燃料への依存度を減らすために革新的アプローチを採用している投資先の再生可能エネルギー会社とも連携しています。例として、投資先のある米国の天然ガス会社はメイン州で再生可能な天然ガスイニシアチブを導入しました。このイニシアチブは、牛の排泄物から再生可能ガスを発生させ、GHG排出量を削減し気候変動に歯止めをかけ、それにより化石燃料の使用に反対する新規顧客を引き付ける会社の能力を高め、現地経済を後押しすることを目標としています。その他にも、顧客と連携してバイオ燃料を製造および保管するターミナルビジネスなどの再生可能イニシアチブが実施されており、新たな収益源を生み出し、化石燃料のエクスポージャーを抑制しています。また、機関車をディーゼル式から電気式に改造する列車ビジネスもあり、機関車の耐用年数を延長し、ひいては会社の利益向上に貢献しています。こうしたイニシアチブはすべて、気候変動を軽減する革新的テクノロジーへの投資を通じた、当社の持続可能なエネルギー転換への継続的な参加活動の一部です。

## ケーススタディ:

### ステークホルダーおよびコミュニティとのエンゲージメントの重視

J.P.モルガン・アセット・マネジメントの直接インフラチームは、ステークホルダーとのエンゲージメントが長期的な持続可能性の鍵を握ると確信しています。投資先企業と緊密に連携して、主要なステークホルダー（顧客、従業員、請負業者、サプライチェーン内の企業、規制当局、政府関係者、コミュニティグループ）を特定し、主要なステークホルダーが会社に及ぼす影響、および会社が主要なステークホルダーに及ぼす影響を把握しています。当社は、ステークホルダーとの間で関係を構築および維持し、透明性の高いコミュニケーションを行い、有意義な利益を提供する（慈善事業への貢献、自然保全の取り組みに関する顧客教育、現地経済におけるインターンシップや雇用機会の提供など）エンゲージメントプログラムの設計を目指しています。例として、投資先のある米国の会社は、従業員1人当たり20時間のVTO（ボランティア休暇）を提供したところ、2019年のVTO総取得時間が2,000時間となり（前年比で2倍）、コミュニティに前向きな成果をもたらし、従業員のエンゲージメントが向上し、顧客および規制当局との関係性が改善しました。このプログラムは会社の財務見通しに明らかな影響を及ぼしています。

## オルタナティブ - プライベートエクイティ

J.P.モルガン・アセット・マネジメントのPEG（プライベートエクイティグループ）は、幅広いプライベートエクイティの投資機会から、お客様のために魅力的な投資案件を特定および選定することを目標としています。最終的な目標は、魅力的なリスク調整後リターンを提供することです。

PEGは独自のESGポリシーを順守し、この目標の達成を目指しています。チームの標準的な投資プロセスには、持続可能性に関するデューデリジェンス、目論見書、持続可能性の課題に関するPEGのポートフォリオマネージャーとの継続的な協議が含まれます。このプロセスでは、重要な環境、社会、ガバナンスのリスク要素の分類および評価が行われます。PEGはサードパーティのマネージャーに投資する際には、投資先の当該マネージャーに対し、自身の投資デューデリジェンスにおいてこうしたリスク要素を慎重に考慮するよう促します。持続可能性を考慮することは、初期のデューデリジェンスおよびスクリーニングプロセスと、継続的な投資案件のモニタリングの両方において重要です。

PEGの基盤である投資戦略は策定から40年以上かけて改良され、さまざまな市場および投資環境を経験してきました。魅力的なリスク調整後リターンを提供するというPEGの最終目的に従い、ESG基準だけに基づいてお客様のポートフォリオから特定の会社、投資マネージャー、会社およびマネージャー種別を除外することはありません。しかしPEGは、持続可能性に関する課題はパフォーマンスに影響を与える可能性のある重要要素ととらえているため、投資レビュープロセスの中で慎重に考慮されているはずです。PEGは、持続可能性に関する検討材料については、重大リスクと、良くも悪くも会社または委託先マネージャーの投資妙味に影響する機会の両方を包括的に見直すべきだと考えています。

### ケーススタディ:

#### マネージャー選定プロセスにおけるESGの課題への対応

PEGは投資機会ごとにデューデリジェンスを担当するディールチーム（通常、3～5人の専門家で編成）を組織します。プロセスの流れとして次のような例があります。あるファンドマネージャーのデューデリジェンスを実施していたところ、ディールチームはそのファンドマネージャーのポートフォリオに組み込まれているある資産の場所が保護対象種の生息地のすぐ近くであることに気づきました。そのため、野生生物の多様性を脅かす可能性があります。ディールチームは投資のメリットとリスクの中でもとりわけこの課題について調査し、PEGおよび当該マネージャーと協議し、投資を行う前に軽減分析結果をPEGに提供しました。投資引受ではESGリスクを分析し、当該マネージャーおよび会社が適用法に従い事業を行っていることを確認しました。その結果、同社はこの生息地を保護するために200メートルの緩衝地帯を設けました。この措置は、投資家としてのPEGにとって重要なことでした。会社が環境法と規制法に従い事業展開するよう徹底することが、当社のお客様に長期的価値を提供することにつながり、ガバナンスおよび持続可能性へのコミットメントの重要性を強調することになります。

### ケーススタディ:

#### 直接投資におけるESGのモニタリング

2015年に実施したある環境廃棄物管理ビジネスへの投資のデューデリジェンスで、会社の拠点の1つで環境問題が生じる可能性があるという懸念が特定されました。当社は特定された環境上の懸念の是正に当社資本の大部分をあてました。この懸念はこの会社が長年抱えてきたもので、これまで十分な取り組みがなされていませんでした。したがって、当社のモニタリングで重要要素となったのは、是正措置が完了に向けて進捗するよう徹底することでした。全体として、この会社は現在、安全および環境のコンプライアンスに重点を置くようになりました。この投資案件の目標を達成し、お客様のために優れた投資リターンを生み出すためには、この成果のモニタリングが重要になっています。

## オルタナティブ - 不動産

不動産チームは、継続して投資および当社資産そのものへのESG要素の統合を進めることが、最終的には資産周辺の環境を改善し、不動産市場での資産の競争力を高めることにつながると確信しています。当社は投資判断にESGを組み込んでおり、全体の事業戦略に持続可能性の目標を完全に統合しています。この持続可能性の目標は当社ウェブサイト (<https://am.jpmorgan.com/gi/getdoc/1383513210544>) で公開しています。

当社は新たな投資を行う前に、不動産資産デューデリジェンスの一環としてESGの機会とリスクを特定および評価しており、既存の投資案件についても継続的にESGの機会とリスクを評価しています。当社はリスクを軽減し、機会を活用することを目指しています。当社のESG目標および戦略には次のようなものがあります。

### 環境

- 資産の環境パフォーマンスを一貫して測定、監視、改善することで、エネルギー使用量、GHG排出量、水使用量、ごみ排出量の削減目標を達成します。
- 年間1.5%のエネルギー使用量、GHG排出量、水使用量、総廃棄物量の長期的削減を目指します。
- 導入可能な低コスト対策を特定し戦略的な資本改善を行うと同時に、新たなテクノロジーを評価し、当社資産のESG指標におけるパフォーマンスを改善します。
- 毎年、適合建築物のエネルギースター認定を取得します。
- サードパーティのグリーンビルディング認証（LEEDやIREM認証サステナブルプロパティなど）、健康・ウェルネス認証（WELLやFitwelなど）を評価し、実現可能であれば取得を目指します。
- 洪水、極端な気温、干ばつなど、資産のあるMSA（大都市地区）に及ぶ可能性のある気候変動の影響の考慮、その地域の強靱性戦略の特定などにより、ESGを不動産取得のデューデリジェンスプロセスに組み込みます。

### 社会

- 責任ある企業市民として行動し、テナントや資産管理者など主なステークホルダーの責任感を促進します。
- 生活、就労、訪問に適した優れた環境を提供する、より効率的で管理の行き届いた建築物を保有することで、社会的責任のある貸主になり、建築物の運営費用を管理し、入居者経験を改善します。
- 教育資料、持続可能性プログラムの作成、交流イベント開催を通じて、従業員およびテナントに関与します。
- 従業員、ビル入居者、コミュニティの健康と幸福を促進します。プロパティチームは、室内空気の品質に関心を払い、運動の機会を促進し、入居者に対する教育的イベントを開催し、地域コミュニティに関与することで、入居者の健康と幸福を促進します。
- リソース、ツール、研修を提供し、定期的にサードパーティの資産管理者に持続可能性のベストプラクティスを伝えるよう取り組みます。

## ガバナンス(倫理規定を含む)

- ESGタスクフォースを通じて、資産における(および社内チームの)持続可能性の取り組みに関する説明責任を指導および管理します。
- 投資家に対し、不動産物件におけるESG目標、戦略、パフォーマンス結果を適時かつ正確に情報開示するよう努めます。
- GRESB、国連PRI、米国グリーンビルディング協会、国際ショッピングセンター協議会、アーバンランド・インスティテュート、NAREIM(全米不動産投資マネージャー協会)、全米不動産投資受託者協会などの業界団体への参加および加入を通じ、ESG慣行において業界をリードします。

J.P.モルガンは、不動産のESGベンチマークを提供しているGRESB(旧グローバル不動産サステナビリティベンチマーク)の会員です。当社は、ESG要素の組み込みに向けた不動産業界の進捗を測定および監視するアセスメントに、その開始以来、毎年参加しており、2015年以降、総合スコアを改善してきました。2019年、J.P.モルガン・アセット・マネジメント・ストラテジック・プロパティ・ファンドは同業他社の中で上位25%(47社中3位)にランクインしました。同ファンドは最高位の5スターを獲得し、1,000を超える参加者のうち上位20%に入りました。



## ケーススタディ:

### テキサス州ダラスでの持続可能性の取り組み: マッキーニー&オリーブ

マッキーニー&オリーブは20階建てのクラスA+のオフィスビルです。2016年に完成し、LEEDコア&シェル認証および米国グリーンビルディング協会認証の取得を目指していました。当社は、より効率的な資産を開発、所有、運営するという基本方針が、純営業収益が高く、空室率が低く、テナント賃料が低く、テナント満足度が高い資産を生み出すと確信しています。これらのすべてが、より高い資産価値、およびより優れた長期的リターンをお客様に提供することにつながると考えているのです。マッキーニー&オリーブは、著名なLEED v4の既存建物の運用・保守分野でゴールド認証を取得しました。以下はプロジェクトのハイライトです。

#### 立地と移動手段

- 入居者が低燃費車両を利用したことで、従来の通勤時と比べ排出量を23%削減しました。

#### 敷地の持続可能性

- 草木類のごみの100%コンポスト化、土壌分析を踏まえた有機肥料の使用、隔週の灌漑システムのモニタリングによる漏れ検知、手作業での除草などを盛り込んだ敷地管理方針を導入しました。
- 立体駐車場の最上階部分の88%を覆う日よけを設置し、駐車場のヒートアイランド現象を緩和しました。

#### 水効率

- 効率性の高い設備を導入し、従来設備と比較して屋内の給水使用を35%削減したことで、水の利用量が年間約939,500ガロン減少し、年間約9,000ドルの節約につながりました。
- 在来種および侵略性のない非在来種の植物を使った敷地内の緑化、天候に応じた電子制御装置および圧力補正型の点滴装置を備えた効率性の高い灌漑システムを導入し、屋外の水の利用量を68%削減しました。

#### エネルギーと空気

- 米国環境保護庁のエネルギースター認定をスコア90で取得し、エネルギー効率において同様の物件の中で上位10%に入りました。
- 低コストの省エネ対策を導入しました。当社は消費電力を年間273,490キロワット時(kWh)削減でき、年間約22,000米ドルの節約につながるとみています。CO2換算で年間204メトリックトン削減することになり、これは31世帯が電気使用で排出する量に相当します。

#### 材質とリソース

- 照明器具調達契約により、ビル内の照明器具に含まれる水銀量をルーメン時35ピコグラム未満に削減しました。

#### 屋内環境の品質

- パフォーマンス期間中に、グリーンシール®認証取得の化学薬品およびリサイクルの紙製品を含む、100%持続可能な清掃用品を購入しました。
- 高品質の空調フィルターを利用しました。屋外の空気はすべてMERV 8のプレフィルターとMERV 13のファイナルフィルターを使ってろ過しており、ビル入居者により質の高い空気環境を提供しています。



## ソリューション - クオンツベータ

クオンツベータソリューションチームは、ルールベースの体系的なポートフォリオを運用しています。当社のアプローチでは、相対的価値、品質、直近の価格モメンタムなどのさまざまな要素に照らして株式や債券を格付けし、最高ランクの銘柄に体系的に投資する戦略を採用しています。クオンツベータの投資プロセスは純粋なクオンツであるため、従来からファンダメンタルズアプローチを重視するESGインテグレーションの採用は困難ですが、持続可能性は依然として当社のビジネスおよびお客様にとって主な検討材料であり、当社が投資プラットフォーム全体に統合している要素の1つです。

ESGインテグレーションを追求するクオンツ投資家にとっての主な課題はデータの品質と歴史です。当社は、各モデルをさまざまな市場サイクルおよび地域に対して検証することが望ましいと考えていますが、残念ながらESG関連データの歴史はあまり古くはありません。幸いなことに、ESGデータの品質および利用可能性、ならびにデータプロバイダーの数は向上し続けており、現在はこうした指標を当社のルールベースの投資アプローチに組み込めるようになっていきます。

### リサーチ例：

#### ファクターポートフォリオへのESG考慮の組み込み

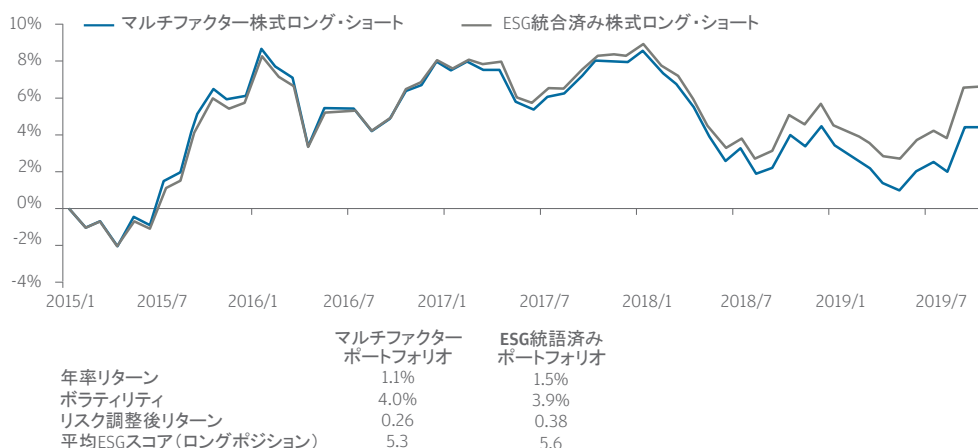
以下は当社のプロセスを説明するための仮定のシナリオです。まず先進国株式のユニバース全般を取りあげます。ユニバース銘柄を、価値(株価純資産倍率など)、品質(自己資本利益率など)、直近の価格モメンタムに関連するさまざまな指標に照らして、同じ地域およびセクターの銘柄と比較して格付けします。

その後、最高格付の銘柄のロングポジション、および最低格付の銘柄のショートポジションをとります。

こうして構築したポートフォリオを、まったく同じプロセスをたどり、マルチファクタースコアが高くMSCI ESGスコアが下位10%に入っていない銘柄のみロングポジションをとって構築したESG統合済みポートフォリオと比較しました。

過去5年間でみると、ESGを統合したと仮定したポートフォリオは全体的なマルチファクタースコアを落とすことなく同様の水準のリターンを上げ、リスク水準は低下し、ESGスコアは当然ながら改善するという結果になりました(図表12)。

図表12：仮定のマルチファクター株式ロング・ショートポートフォリオにESGインテグレーションを採用すると、リスクは下がり同様のリターンが創出された



出所：J.P.モルガン・アセット・マネジメント。分析期間：2015年1月～2019年10月。この分析は、シミュレーションした過去のパフォーマンスを参照しています。過去の実績は、現在および将来のパフォーマンスの確実な指標とはなりません。仮定のパフォーマンスの算出結果は説明だけを目的としており、記載されている期間にマネージャーがそれぞれの戦略に投資して実現した実際の結果を示すものではありません。記載されている各戦略の仮定のパフォーマンスの算出結果は手数料控除前のものです。手数料を含めた場合、リターンは低くなると考えられます。仮説のパフォーマンスリターンでは、すべての配当金を再投資したと考えています。仮説のパフォーマンス期間は(期間を入力)を基点としています。仮説のパフォーマンス結果には一定の固有の制約があります。実際のパフォーマンス記録と違い、実際の取引、流動性の制約、手数料、その他の費用は反映されていません。また、実際には取引が執行していないため、パフォーマンス結果は、流動性の欠如などの特定の市場要素の影響が過剰または過小に補正されている可能性があります。一般的にシミュレーションの取引プログラムは、結果を知った上で設計されたプログラムであるという事実にも影響を受けます。こうした仮説のパフォーマンス結果は、マネージャー独自の投資戦略を継続的に実施することを考慮していません。いずれかのポートフォリオが記載されているものと同様の利益または損益を実現する、または実現の可能性のあることを表明するものではありません。リターンは変動するものであり、償還によって投資案件の価値は、当初の価値から増減する可能性があります。

## ソリューション - マネージャー選定

### ESGインテグレーション - マルチアセットソリューション

MAS(マルチアセットソリューション)は、該当する場合、トップダウン(資産配分の判断)とボトムアップ(委託先マネージャーのファンダメンタルズリサーチ)の両面からESG要素を考慮します。トップダウンでは、コーポレートガバナンス制度が比較的未熟な、または運営や資本構造のリスクが高い資産クラスの投資に求められるリスクプレミアムの割増しに対し十分な見返りがあるかどうかを評価します。

ボトムアップでは委託先ファンドマネージャーのファンダメンタルズ投資プロセスを通じてESG分析が実施されます。当該マネージャーはESGリスクの重要性を評価し、企業または発行体レベルでリスクに対して十分な見返りがあるかどうかを見極めます。

さらに、当社の投資プロセスを構成する戦略選定およびリスク管理でもESGリスクの軽減に努めています。戦略選定では、マネージャーリサーチとポートフォリオ構築を行います。ここでマネージャーリサーチチームは、各マネージャーの投資プロセスでどのようにESGが考慮されているか、マネージャーが重要なESGリスクをどのように定義し軽減しているか、低スコアまたは認知されたヘッドラインリスクがあるとみられる銘柄をなぜ採用したかを把握します。その後、MASポートフォリオマネージャーが、ESG関連の認知リスクが高いマネージャーを採用してポートフォリオを構築するメリットと、そのマネージャーの採用によってポートフォリオ全体に上乗せされるリスクを比較評価します。一般的に、バリュエーション(価格評価)に左右されやすい、またはキャリーを重視するマネージャーは、ESGの認知リスクがもっとも高くなる傾向にありますが、こうしたマネージャーを単純に採用候補から除外した場合、ポートフォリオのバランスが欠如し、長期間にわたり次善のリスク調整後リターンしか創出されないことになります。

プロセスへのESG考慮の組み込みを効率的に促進するために、MASは、J.P.モルガン・アセット・マネジメント全体で規定されている基準に従い、テクノロジーおよびガバナンス強化を実施してきました。例として、Spectrum™などのポートフォリオ管理・構築ツールによって、基準を逸脱しているファンドおよび銘柄を特定することができるようになったほか、ポートフォリオ全体のESGリスクを議論する独立したリスク管理グループもデータを利用できるようになっており、これが2つ目の重要な防衛ラインとなっています。

## グローバル流動性

### 概要

J.P.モルガングローバル流動性チームは主に資本保全と流動性を提供することを重視しています。当社が提供しているような、ファンダメンタルズの的に安全で健全なキャッシュポートフォリオは他の資本市場が効率的に機能するために不可欠であり、経済的にも比較的大きな役割を担っています。リスクはあらゆる投資分野にさまざまな形で現れるため、ESG要素から得られる組織の将来のキャッシュフローおよびバランスシートの整合性に関する情報は、他の情報とは違う有意義なものとなります。

### グローバル流動性のESGの基本方針

当社の保守的な投資哲学は、元本を保護して流動性を維持すると同時に、競争力のあるリターンを創出することを目指すものです。グローバル流動性チームはこの目標を達成するために、当社の確固たる投資プロセスに適切で重要なESG要素を組み込み、より優れた投資判断に役立つ情報を引き出しています。当社は、重要なESG要素と合わせて、イベントリスクやヘッドライン（ニュース）リスクなど、その他の市場リスクの材料も考慮しています。

### アプローチとインテグレーション

Gグローバル流動性チームは社内でのGFICCと連携し、一連の分析リソースをまとめています。当社のアナリストチームはトップダウンとボトムアップの両方のアプローチを用いて、優れたリスク調整後リターンを提供する超短期および短期債券資産に集約するよう努めています。市場リサーチにファンダメンタルズの信用分析を組み合わせたことで、けた外れに規律あるフレームワークが生まれています。

投資チームは銘柄選定戦略の一環として、持続可能性の課題が投資ユニバースの多くの銘柄のキャッシュフローとリスクプロファイルに重大な影響を及ぼすかどうかを評価します。ESG基準だけでポートフォリオから発行体または特定の資産を除外することはありませんが（規制により義務付けられている、またはお客様からの特別な要望がある場合を除く）、ESG要素は、銘柄のファンダメンタルズの見通しを変え、銘柄や資産に対する投資能力を拡大または制約する場合があります。

### 当社のガバナンス

当社のプロダクションチームは投資フォーラムを毎月開催し、ポートフォリオ戦略および執行を見直しています。このフォーラムでは、MSCI ESG格付を元に加重したESG格付ごとに、規模の大きなファンドを検証し、プラットフォーム全体のESG特性について討議します。また、当社ポートフォリオの商品のうちESG格付が最高なものと最低のものを検証しています。これにより、より良い世界を構築するという当社のコミットメントをもっとも明確に表している投資案件が浮き彫りになります。

グローバル流動性のESGリーダーシップチームの仕事は、チームメイトが商品ラインにおける持続可能性の取り組みを重視し続けるようにすることです。その他にも投資プロセスにおけるESGインテグレーションの促進、チームメイトを対象にした研修を行っており、チームメイトが研修を通じてESG要素を効果的に活用し、プロセスに精通することを目指しています。ESGリーダーシップチームは、あらゆる地域のシニアポートフォリオマネージャー、アナリスト、販売専任担当者で構成されています。

## ポートフォリオガイドライン

GFICCのリサーチアナリストは、独自のファンダメンタルズ信用格付にESG要素を組み込んでおり、最終的にこうしたファンダメンタルズの格付によって、グローバル流動性チームが購入できるさまざまな債券発行体および商品の承認リストに含める銘柄が決まります。格付の高い発行体に関しては、ポートフォリオ組入比率が高まり、満期が長くなることを容認しています。格付の低い発行体に関しては、その発行体または商品のポートフォリオ組入比率を縮小するか、購入承認リストからすべて除外します。この2年間で、いくつかの銀行が深刻な資金浄化違反を指摘されたことを踏まえて、当社アナリストは組入限度を引き下げており、あるケースでは発行体を承認リストから除外しました。

## 取引

当社はESG格付サービスを利用して、持続可能性の課題に関連する一流の客観的な見通しを提供しています。また、こうした特定のESG格付と、当社独自の分析およびファンダメンタルズ信用格付を合わせて活用しています。当社独自の取引システムは、業者から得たESG要素のスコアを提供するため、ポートフォリオマネージャーは同様の取引機会を（利回り、満期別で）検証し、スコアに基づいた詳細な比較を実施することができます。こうした比較によって、ガバナンスと環境スコアが低い日本のある大手銀行がたびたび投資候補から外れることになりました。とりわけ、この銀行よりもESG格付が高い複数の銀行が同様のリターンプロファイルを提供していたことが考慮された形です。



# BUILDING STRONGER PORTFOLIOS

J.P.モルガン・アセット・マネジメントでは、  
より強固なポートフォリオの構築に向けてお客様と協力することが、  
あらゆる業務の原動力となっています。

当社は、より優れた投資判断を下せるように、専門的知見、洞察、  
ソリューションを共有することをお約束します。  
いかなる課題でも、当社はお客様と手を携えて  
解決することができます。



LET'S SOLVE IT®

個人のお客様への配布資料ではありません。本資料は、各国の法令で定義される機関投資家、ホールセール投資家、金融業関連のお客様、および適格投資家のみを対象としたものです。

本資料における見解は、いずれの法域における投資商品の売買の助言や推奨を目的とするものではありません。また、J.P.モルガン・アセット・マネジメントおよび他のグループ会社が資料内で言及された取引に関与することを確約するものではありません。予測や数値、意見、投資手法および戦略の記載は、仮定や現在の市況に基づいて情報提供のみを目的としており、予告なく変更される場合があります。本資料に記載される情報はすべて、作成時点において正確とみなされる情報です。本資料には投資判断に必要な十分な情報は含まれておらず、証券や金融商品の投資の利点を評価するうえでの参考とすべきではありません。また、本資料に記載される投資が個々の目的に適していると考えられる場合も、金融専門家の助言の下、法務、規制、税務、控除および会計面の影響について独立した評価を行うことを推奨します。投資家は、投資実行の前に、入手できる関連情報をすべて確実に入手することを推奨します。投資にはリスクが伴い、投資額の価値や投資収益が市況や租税条約によって変動する可能性もあり、投資額の全額回収が保証されるとは限らないことに留意する必要があります。過去の実績や利回りは、現在および将来のパフォーマンスの確実な指標とはなりません。

J.P.モルガン・アセット・マネジメントは、JPモルガン・チェース・アンド・カンパニーおよび世界の関連会社の資産運用ビジネスのブランドです。

法規制上の義務や内部ポリシーを順守する目的で、適用法令で定められる範囲内の通話の録音や電子通信の記録を行う場合があります。個人情報については、J.P.モルガン・アセット・マネジメントがプライバシーポリシー (<https://am.jpmorgan.com/global/privacy>) に従って、収集、保管および処理します。

本資料は以下のグループ会社により発行されたものです。

米国: いずれも米国証券取引委員会の監督下にあるJ.P.モルガン・インベストメント・マネジメント・インクまたはJ.P.モルガン・オルタナティブ・アセット・マネジメント・インク、中南米: 場合に応じて現地のJPモルガングループ会社(配布対象者のみ)、カナダ: JPモルガン・アセット・マネジメント(カナダ)インク(機関投資家に配布限定)(ユーコン準州を除くカナダのすべての州および地域における登録済みポートフォリオマネージャーおよび適用除外マーケットディーラー、ならびにブリティッシュコロンビア州、オンタリオ州、ケベック州、ニューファンドランド・ラブラドル州における登録済み投資ファンドマネージャー)、英国: 英金融行動監視機構の認可および監督下にあるJPモルガン・アセット・マネジメント(UK)リミテッド、その他の欧州諸国: JPモルガン・アセット・マネジメント(EU) S.à r.l.、APAC(アジア太平洋)では、以下のグループ会社が主に監督下におかれている各管轄内で発行します。香港: 香港証券先物委員会の監督下におかれるJPモルガン・アセット・マネジメント(アジア太平洋)リミテッドまたはJPモルガン・アセット・マネジメント・リアル・アセット(アジア)リミテッド、シンガポール: JPモルガン・アセット・マネジメント(シンガポール)リミテッド(法人登記番号197601586K)(本広告または公表資料はシンガポール金融管理局の審査を受けていません)、台湾: JPモルガン・アセット・マネジメント(台湾)リミテッド、日本: 金融庁の監督下にあるJPモルガン・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330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、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会、日本証券業協会)、オーストラリア: JPモルガン・アセット・マネジメント(オーストラリア)リミテッド(ABN55143832080)(AFSL376919)(2001年会社法(連邦法)第761A条および第761G条で定義される販売会社に配布限定)。

米国のみ: 障害をお持ちのお客様で本資料の閲覧に特別な支援が必要な場合には、こちらまで(1-800-343-1113)ご連絡ください。

Copyright 2020 JPMorgan Chase & Co. All rights reserved.

LV-JPM52791 | 07/20 | 0903c02a82957a63



FSC(森林管理協議会)認証製品に印刷したものです。

FSCは環境保全の点から見て適切で、社会的な利益にかなう、経済的にも継続可能な森林管理を世界に広めています。