

# ESG Amplified

## 「ESGの重要性の高まり」

新型コロナウイルス感染症（COVID-19）のパンデミックによって、投資における環境・社会・ガバナンス（ESG）要因の重要性が高まっています。本稿では、企業によるESGのリスクと機会の管理が景気悪化への備えと存続に必要な堅牢な基盤を構築する上で重要であると考えられる理由について解説します。

### 本稿の内容

#### 社会的課題に立ち上がる企業

3-4

新型コロナウイルス感染症（COVID-19）により、企業の社会的行動はESG分析とエンゲージメント（企業との対話）における最重要トピックとなっています。

#### GSAMインタビュー

5-6

ロンドン・ビジネス・スクールで金融学の教鞭をとるアレックス・エドマンズ教授が、優良企業はどのようにして社会的目的と利益の両方を達成しているか解説します。また、パンデミックによる株主および債券保有者のエンゲージメントの重要性の高まりについて議論します。

#### 続く気候変動

7-8

財政的困難に直面しても、企業は長期的なグリーン投資を継続していくと考えます。

#### ニュー・ノーマルにおける優れたガバナンス

9-10

未曾有の混乱によって、企業、地方自治体、国家の優れたガバナンスの重要性が明らかになっています。

## はじめに

## 新型コロナウイルスのパンデミックによってESG要因の重要性が高まる

新型コロナウイルスのパンデミックは近代史上で最も困難な試練の1つであり、経済指標は過去最大幅の落ち込みとなっています。生活に必須ではない活動は数週間のうちにオフィスから在宅やオンラインに移行し、テレワークを行うことができない職場においては、無期限に業務が停止または縮小しています。

こうした急激な変化により、ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント（以下、「当社」又は「GSAM」）の運用チームが本稿で論じているように、**投資におけるESG要因の重要性**が高まっています。企業が難しい環境で経営の舵取りをする中、**社会への対応に注目が集まり**、従業員、顧客、サプライヤーをはじめ、幅広い社会に対する企業の行動がESG分析において最も重視される要素となっています。うまく管理すれば、短期的な意思決定によっても、景気悪化を乗り越えてパンデミック終息後の回復のための企業の基盤を強化することができます。革新的な社会的対応は、顧客に好意的に受けとめられるブランド価値を創出し、従業員の士気を高める可能性があります。言うまでもなく、自社の商品やサービスへの需要の急激な落ち込みによってキャッシュフローが大幅に減少し、主要なステークホルダーへのマイナスの影響を抑えることができない企業もあります。こうしたことを踏まえ、当社は「ニュー・ノーマル」における**優れたコーポレート・ガバナンス**においては、キャピタル・アロケーションに関する意思決定がより重視されると考えます。特に企業の復元力や予想外の衝撃への対応能力を弱める恐れのある分配を注視することです。

一方で、**気候変動は続いている**ということを忘れるべきではありません。当社は、新型コロナウイルスの危機が脱炭素化に向けた今後の企業の取り組みにどのように影響するかを注視しています。キャッシュフローの問題によって、当面、気候変動プロジェクトに遅れが生じる可能性があります。長期的には企業はグリーン投資の推進を継続すると考えています。

本稿ではロンドン・ビジネス・スクールで金融学の教鞭をとる**アレックス・エドマンズ教授**を迎え、ESG管理とインパクト投資についてGSAM会長のシーラ・パテルがインタビューを行いました。エドマンズ教授の話の中では、優良企業がどのようにして「パーパス(目的)」と利益の両方を達成しているかの説明があり、自社株買いの議論に有用な情報を提供する同教授の研究結果も紹介しています。

最後に、**新型コロナウイルス感染症の流行が終息した後の世界**について論じることは時期尚早と思われるかもしれませんが、現在講じられている対策や意思決定は長期的な投資機会と価値に影響を及ぼすと考えています。締めくくりとして、多くがESG要因に関連している新たなトレンドについて考察します。

パンデミックの影響を受けている方々の心中をお察しするとともに、すべてのお客様と本稿の読者の皆様の健康を祈念いたします。



“ 社会的な目的を持つことは贅沢ではなく、不可欠なことです。保健衛生上の危機によってこうした考え方への注目が高まり、お客様との対話でESGリスクが最も重要な議題として取り上げられるようになり、特に従業員、顧客、サプライヤー、社会に対する企業の対応が注視されています。

シーラ・パテル |  
GSAM会長、ESGおよびインパクト投資イニシアティブ統括



“ ESG要因は重要なビジネス上の課題であり、企業が「どのような」活動を、「どのような方法」で遂行しているかが重視されます。新型コロナウイルスのパンデミックにより、絶えず進化するビジネス環境における企業の強みを評価する重要な要素として、これらの要因への注目が高まっています。

ヒュー・ローソン |  
機関投資家クライアント戦略およびESG&インパクト・ストラテジー責任者、GSAMサステナビリティ・カウンセル共同委員長



“ 現在の保健衛生上の危機における過酷な一面は、低所得者層が過度に影響を受けていることです。低所得者層は、ウイルスへの暴露が大きい一方で、経済的困難に耐える力は不足しています。パンデミックによって、企業は社会的責任への認識を高めており、こうした変化は長期的に好ましい影響をもたらすと考えています。

キャサリン・コッチ |  
ファンダメンタル・株式運用グループ共同責任者、GSAMサステナビリティ・カウンセル共同委員長

GSAMにおいて、ESGとインパクトは投資を通じて追求する哲学です。ESG投資の役割は、統合(すべての運用チームの基本)、整合、インパクト、テーマの4つのアプローチで表すことができます。GSAMの投資戦略では複数のアプローチを採用することがあります。



## 社会的課題に立ち上がる企業

パンデミックを契機に、社会的課題の分析は価値を基準とするアプローチから主要な事業上の問題へと移行しました。労働者の健康と安全、サプライチェーンの回復力、過去の資本配分の決定（現在、一部の企業が従業員の解雇などのマイナスの影響を回避する上でこれが障害となっている可能性があります）は、解説1で示すように、評価の対象となる社会要因の一例です。

当社は、社会要因の効果的な管理は投資パフォーマンスに影響する可能性があると考え、投資分析に組み入れています。これは調査でも裏付けられており、ある調査では効果的な人材管理を行っている企業はそうでない企業よりも負債コストが低く、信用格付が高く、株価のボラティリティが低いことが明らかになっています<sup>1</sup>。

現在の危機は企業のストレス・テストとなっています。財務指標（バランスシートの健全性や流動性の状況）とESG要因は、企業が予想外のリスク事象を乗り越える態勢をどの程度整えているかについて重要な洞察を与えてくれます。

私たちは、企業が株主や債券保有者に影響を及ぼす行動と従業員や顧客などの主要ステークホルダーの「正しい行為」のバランスをどのように調整しているかを分析しています。

主要なステークホルダーとの関係を維持する企業は競争力を保ち、危機が去った後により優れた業績を上げる可能性が高いと見ています<sup>2</sup>。

当社のクレジット・リサーチ・チームは、意思決定が企業の信用の質や格付にどのように影響するかを詳細に評価しています。社会的行動は信用の指標を圧迫し、長期的な価値に貢献していても、格付引き下げにつながる可能性があるため、景気後退期にはこの評価が重要です。バランスシートが比較的健全な企業は社会へのマイナスの影響を回避するための対策を講じるゆとりがありますが、財務的な制約のある企業にはこの検討事項が不可欠です。当社は革新的な方法で社会に対応している、利回りの高い企業を特定しました。



“ 新型コロナウイルスの危機は、これまで以上に多くの企業が社会への貢献を優先事項に位置づける転機となる可能性があります。企業が社会のために創出できる価値や社会から得られる価値を認識しなければ、事業を継続することを社会が認めないという状況になりかねません (social license to operate) 。

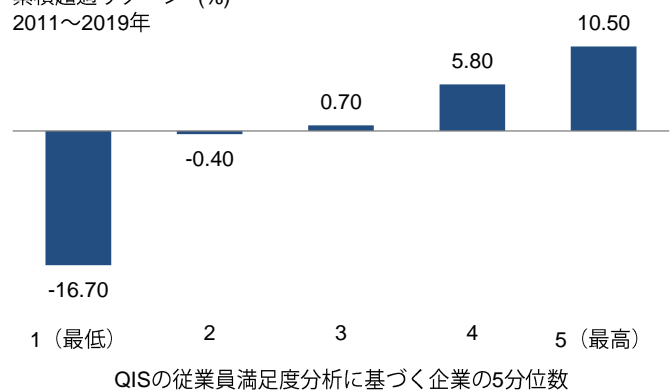
ナイアム・フリー |  
債券ESGリサーチ責任者

### GSAM QIS: エクイティ・インサイト分析

GSAMの計量投資戦略(QIS)チームは、新型コロナウイルス感染症に起因する社会の圧力や懸念に対する投資ポートフォリオの耐性に最近お客様の関心が高まっていることを認識しています。QISが最近行った社会要因の重要性に関する分析から、右図に示すようにThinknum Alternative DataのGlassdoor ratingsを基準に評価した従業員満足度が高い企業は株式リターンが高くなることが明らかになっています。この調査結果は長期的に一貫しています。

### 株式リターンと従業員満足度との間に相関性が見られる

累積超過リターン\* (%)  
2011~2019年



出所: GSAM, Glassdoor, Thinknum Alternative Data。米国大型株のデータに基づく。\* 5分位全体の平均リターンとの比較。株式は各5分位内で同等に加重しています。

<sup>1</sup> The Materiality of Human Capital to Corporate Financial Performance: Investor Responsibility Research Center Institute (IRRCi), Larry Beeferman, Aaron Bernstein 共著、ハーバード・ロー・スクールの Labor and Worklife Program

<sup>2</sup> To save or to invest? Strategic management during the financial crisis (2018): (Flammer, Boston University; Ioannou, London Business School).



## 社会的課題に立ち上がる企業

### 解説1 社会への注目

**社会のニーズに即応した生産。**危機に対応して企業の社会的イノベーションが拡大しており、人々を勇気づけています。一部の自動車メーカーは医療機器の生産に転換し、米国の通信社は学校や大学の閉鎖の影響を受けている学生にブロードバンドへのアクセスを提供し、ファッション・メーカーは夜会用のガウンではなく、医療用ガウンを製造しています。こうした行動は、企業に生産能力がある場合に行うべき正しい行動ですが、同時に顧客に好意的に受けとめられるブランド・イメージを生み出し、長期的に従業員の関与を強める可能性があります。

**健康と安全を最優先。**従業員の健康と安全は常に重要ですが、パンデミック発生時は最優先すべき課題となります。食品、飲料をはじめとする消費財の需要が増大しないまでも継続していることを考えると、現在、このリスクは消費財企業にとって特に重大です。健康と安全の問題は大規模なサプライ・チェーンの混乱につながる恐れがあります。例えば、米国で従業員の間に新型コロナウイルス感染症が拡大したことから操業停止に追い込まれた食肉加工工場が数カ所ありました。英国のある小売業者は従業員の安全を最優先し、オンライン・ストアを閉鎖して、ソーシャル・ディスタンスを保てるよう倉庫の構成を変更しました。一方で、危機によって弱みが浮き彫りになった業界もあります。米国の大手レストラン・チェーンの多くは十分な疾病手当方針を定めておらず、その従業員は小規模企業の従業員の病欠を補償する先頃の財政支援の恩恵を受けることができません<sup>1</sup>。

**危機への対策を考慮した資本配分決定。**当社は自社株買いを含む、過去の資本配分決定を評価し、それが従業員を維持する企業の能力に影響を及ぼしていないかどうか確認しています。今回の危機は、企業が自然災害やサイバー・セキュリティ侵害などのリスク事象に対する自社の回復力を自己資本比率や流動性の観点から再検討することを促す契機になり得ると、当社は考えています。しかし、自社株買いを行う企業を「画一的に」評価することには注意が必要です。5ページで詳述するように、自社株買いは長期的な価値を高めることが調査から明らかになっています。

**従業員へのマイナスの影響を抑える人材戦略。**パンデミックは企業に未曾有の混乱をもたらしています。小売業、ホスピタリティ、旅行など、需要が急激に落ち込んだセクターでは従業員削減が避けられないかもしれません。しかし、人材のニーズの変化に対応し、従業員の苦境を最小限に抑えるため、事業に支障のない範囲で企業が建設的な対策を講じていることも明らかになっています。例えば、米国のホテル経営者は自社株買いを保留し、資本的支出を削減し、配当を中止し、従業員を一時帰休（無給休暇）としながらも、医療費は引き続き給付しています。別のホテル経営者は、生活に必須の事業と見なされて需要が増大している小売業者と提携し、一時帰休となった従業員の短期的業務への就労を促進しています。従業員が納得できない一時帰休や解雇は士気に長期的にマイナスの影響を及ぼし、それが企業の全般的な収益性低下につながる恐れがあることが調査から明らかであるため、こうした他社と一線を画す行動はパンデミック終息後に重要な意味を持つと思われます<sup>2</sup>。

**顧客を支援する取り組み。**米国の自動車保険会社の多くは顧客に月額保険料を返金すると同時に、資金的困難に直面した加入者に連続2回の支払い猶予を認めています。こうした行動は、道路交通量の大幅な減少により自動車保険の保険金請求が減少するとの予想を反映したものです。一方、過度に甚大な困難に直面している中小企業(SME)に対し、一部の銀行は融資残高の返済猶予を自主的に提案しています。利息や元本返済の数カ月間の繰り延べは多くの中小企業にとって命綱となる可能性があります。銀行のこうした猶予は好ましい社会的対応ですが、企業の債務不履行はドミノ効果を生み、損失がさらに膨張する恐れがあるため、ビジネスの観点からも理にかなっていません。さらに、銀行は政府の財政対策に積極的に関与することができ、欧州全域で導入された政府保証融資や、米国での給与・固定費用融資がその例です。こうしたスキームに参加することは倒産の抑制に役立ちます。全体的にこうした行動は経済の安定に寄与すると同時に、銀行のバランスシートの不良債権比率を抑える上でも有効です。

<sup>1</sup> 米国コロナウイルス救済・救済・経済保障法(CARES)は、従業員500名以下の企業の従業員の病欠を保障します。

<sup>2</sup> Layoffs That Don't Break Your Company: Harvard Business Review.



## GSAMインタビュー



インタビュー

## アレックス・エドマンズ

ロンドン・ビジネス・スクール  
金融学教授

聞き手

## シーラ・パテル

GSAM会長

**Q: エドマンズさんは近著「Grow the Pie」の中で、企業の利益と「パーパス(目的)」はゼロサム・ゲームではないと結論づけていらっしゃいます。このパイの概念を読者の方々に説明していただけますか。**

A: 企業はパーパスを追求する前に収益性の高い企業になる必要はなく、パーパスが企業を利益に導くことが実証されています。企業が創出する価値をパイと考え、そのパイの規模を大きくすることが可能であるとすると、株主のために残しておく分を減らさずにステークホルダーに提供する部分を大きくすることができるというわけです。

**Q: 私は常々、パーパスを持つことは贅沢ではないと言っています。それは必要不可欠なことです。より多くの企業にこの「パイエコノミクス」の理念を受け入れてもらうにはどうすればよいのでしょうか。**

A: まず第1に、パーパスは長期的な株主価値と結びついており、任意のオプションではなく、良いビジネス慣行であるということを強調しておきます。2番目に、パーパスは「頭の体操」の域を卒業して、「行動計画」とする必要があります。パーパスとはイノベーションや創造性を通じて積極的に良い行いをすることであり、単に不正を避けることではありません。加えて、最大の価値を付加できる分野を優先し、専門とすることが重要です。ハーバード・ビジネス・スクールの調査から、すべての分野で高い価値を提供しようとする企業は重要なステークホルダーに高価値を提供する企業をアンダーパフォームすることが示されています。例えば、エネルギー企業は排出削減のために汚染を排出する発電所を閉鎖することが可能ですが、雇用の喪失につながる恐れがあります。要するに、パーパスとはどのステークホルダーに最大の価値を提供できるかを定義することに関わります。

**Q: 保健衛生の危機と経済危機の真只中で、生き残るために苦闘している企業はどうすれば社会的対応に貢献できるのでしょうか。**

A: これまでの企業の対応は極めて膨大ですが、一部の企業にとっては比較的明快です。例えば、ある消費財企業はもともと自社が生産していた手指消毒剤を寄贈しています。しかし、既存のパイの中で寄贈できるものがまったくない企業の場合はどうでしょうか。この疑問は「パイの拡大」、すなわち革新的な思考によって社会的価値を創出することの重要性を明確に示しています。例えば、ある航空

会社は食料品小売業者との既存のビジネス関係を活かして、一時帰休の従業員に臨時的雇用機会を創出しています。

**Q: 危機発生前に自社株買いを行った一部の企業が従業員の一時的帰休を決定したことから批判を集めています。この点についてどうお考えですか。**

A: 自社株買いは、役員報酬を膨らませたり事業投資を妨げたりする手段と言われることがよくあります。しかし、私が英国政府の委託を受けてコンサルティング会社のPwCと共同で行った調査から、FTSE 350企業のうち、経営陣の賞与目標を達成する手段として自社株買いを行った企業は10年間に1社もないことが明らかになっています。さらに、自社株買いは短期的に株価を引き上げますが、長期的にも株価を一層押し上げることを証明する証拠があります。私は配当よりも柔軟性をもち、終了しても株価に影響はないという点で自社株買いを推奨します。企業は現在の難しい環境でこの柔軟性を活用すべきです。

**Q: GSAMはアクティブ運用会社として、お客様のポートフォリオの投資先企業で効果的なスチュワードシップを推進し、実践することに努めています。締めくくりとして、企業に対する積極的なエンゲージメントが重要である理由を説明していただけますか。**

A: 良い自動車にはアクセルとブレーキの両方があります。アクティブ投資家はCEOが外部の反応を探る目安となり、イノベーションと生産性の促進に貢献することができます。それはパイの拡大を後押しすることになります。賢明で起業家精神に富むリーダーシップによってすでに成功を収めている企業においてもそれは可能です。

アレックス・エドマンズ氏は、ロンドン・ビジネス・スクール(LBS)の金融学教授で、Centre for Corporate Governanceのアカデミック・ディレクターを務めています。同教授はオックスフォード大学を卒業し、モルガン・スタンレーに在籍し、投資銀行(ロンドン)、債券セールスおよびトレーディング(ニューヨーク)に携わりました。フルブライト奨学生としてMITスローン・スクールで金融の博士号を取得した後、2007年にウォートンに入り、2013年にテニシア(終身雇用資格)を得たすぐ後にLBSに移りました。著書の[Grow the Pie: How Great Companies Deliver Both Purpose and Profit](#)は2020年3月に出版しました。



## GSAMインタビュー

### 危機の中でのエンゲージメントとステewardシップへのコミットメント

#### 株主のエンゲージメント

危機のさなかにあっても、GSAMはステewardシップの責任を真摯に遂行し、長期的な価値を引き出すために議決権行使や企業経営者との直接のエンゲージメント(対話)を行っています。当社のグローバル・ステewardシップ・チームは、企業が新型コロナウイルスへの対応をどう展開しているかを理解するため、すでに全世界で100社以上の企業を対象にエンゲージメントを行い、バーチャル形式で多数の株主総会に出席しています。こうした形式の総会はずべてではないまでも、多くの企業にとって初めての経験です。こうしたエンゲージメントと併せて、GSAMの運用チームはマネジメント・ミーティングを実施しています。

対話の中心的議題は従業員の健康、福利、給与を守るために講じている対策と、サプライヤーや顧客の管理です。また、より幅広いステークホルダーのエンゲージメント、社会的目的、財政規律(役員報酬を含む)、取締役会の監視、準備体制および構成についても話し合っています。こうした意見交換から明らかになった好ましい社会事象の1つとして、ある製薬会社では、必要不可欠な製造に従事する従業員に「割増給与」が支払われています。

2019年にグローバル・ステewardシップ・チームが個別企業363社に対して行った417回のミーティングの73%では、ESG報告、社会および環境リスク、取締役会構成を含むESG要因が中心的議題となりました。保健衛生上の危機により、こうした話し合いの重要性はさらに高まっています。雇用が失われつつある環境で役員報酬への注目が高まっており、2021年の議決権行使の時期には株主提案が大幅に増加することが予想されます。現在、MSCI欧州指数とMSCI米国指数の構成銘柄のうち、ESG評価基準を含む役員報酬方針を開示している企業はそれぞれ53%と47%にとどまっています。保健衛生上の危機を克服した時、役員と一般労働者の賃金との格差など、社会的不公平に注目が集まり、役員報酬方針にESG指標を組み入れることを求める提案が増加することが見込まれます。

#### 社会要因がESGに関する議論の大半を占める

3月以降、新型コロナウイルス感染症に関連して協議されるESGの課題の中で、社会要因の占める割合が増加しています。従業員の健康と安全および労働慣行が、増加した社会要因の半分以上を占め、サプライチェーン管理、製品の品質と安全性、アクセスと入手可能性がそれに続いています。ESG要因の重点事項は時間の経過とともに変化すると見られますが、社会的考慮事項への注目は危機が去っても続く予想します。

出所: Truvalue Labs。100,000個以上の個別の情報源とサステナビリティ会計基準審議会(SASB)が定義するESGカテゴリに基づく。2020年5月6日現在

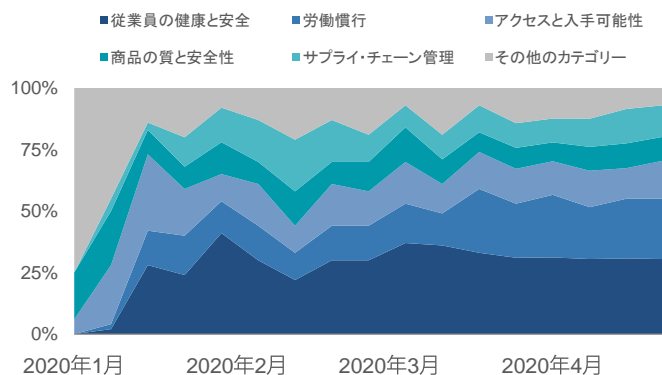
#### 債券保有者のエンゲージメント

企業経営者との対話は、信用調査プロセスの重要な情報となります<sup>1</sup>。社債市場では、デフォルト、格付引き下げ、その結果としてのスプレッド拡大が主なリスクです。当社は企業とのコミュニケーションを通じて信用リスクをより正確に分析するため、市場環境や企業戦略などのトピックと併せて、ESGの問題も取り上げています。パンデミックの発生を受けて、当社のクレジット・チームは経営陣が当面のキャッシュフローの問題と人材に関する決定など、社会の要因に関する対策とのバランスをどのように図っているかを理解するため、企業に対するエンゲージメントを強化しています。

さらに、エンゲージメントを通じて、企業のESGのパフォーマンスが改善しているのか、悪化しているのかを見極めることができます。将来を見据えたこうしたトレンド分析によって、サステナブルなビジネス慣行に向けた進捗状況の観察が可能になります。

同様に、当社のソブリン債担当エコノミストは金融、財政の両当局と定期的な会合を行っています(10ページを参照)。政策当局との最近の話し合いは保健衛生上の成果と経済的成果を共に向上させるための政策が中心となっています。新興国については、当社の対話は労働組合や従業員組合から政府高官およびIMF(国際通貨基金)、世界銀行、経済協力開発機構(OECD)を含む国際機関にまで及んでいます。こうした対話では、エネルギーや社会的政策、サステナブルなインフラストラクチャー投資、気候の復元力を含むESGのトピックが取り上げられることがよくあります。

新型コロナウイルス感染症に関連する内容に占めるESGのトピックの割合



<sup>1</sup> 企業へのエンゲージメントは当社のデジタル化されたリサーチプラットフォームのFluentで追跡しています。詳細については[Innovation-Driven Investing](#) (2020年1月)の8ページをご覧ください。



## 続く気候変動

全世界の活動が突然中断したため、温室効果ガスの排出量と大気汚染は減少しました。しかし、この地球規模の小休止は気候変動を止めるために必要な排出削減量に比べるとわずかで、すでに中国で見られるように、短期間で終わる可能性もあります。気候に関する話し合いや新たなグリーン政策イニシアティブに遅延が生じており、当面はマイナスの影響が見込まれます<sup>1</sup>。しかし、ひとたびパンデミックが終息すると、政府がグリーンな経済回復を実現する機会が開かれると予想します<sup>2</sup>。

当社は、気候変動に対する民間セクターの取り組みを注視しています。排出規制、顧客による選好、費用曲線の低下は、クリーンなエネルギー源を求める主張を支えています。気候への取り組みから撤退すると、経済成長が回復に転じた時に市場シェアを失う恐れがあります。しかし、企業は足元の流動性維持と中長期的な気候への投資のトレードオフに迫られています。全体的に環境負荷が大きいセクターは、解説2で述べているように、グリーン投資へのコミットメントを継続すると思われま



“ 短期的な気候変動への関心の低下は、世界の低炭素化への過程における小さな障害となるに過ぎないでしょう。実際には景気が回復に転じた時、グリーン財政政策と民間セクターの意思決定が気候変動へのコミットメントの過程を円滑化し、短縮する可能性すらあります。

アレクシス・デラデリエール |  
先進国株式責任者



“ 多くの企業が長期的な環境リスクを減らすための投資にコミットしているものの、一部の企業は流動性と信用度への配慮とこうした目的とのバランス調整を迫られると思われま

スティーブン・ワックスマン |  
グローバル投資適格債調査責任者

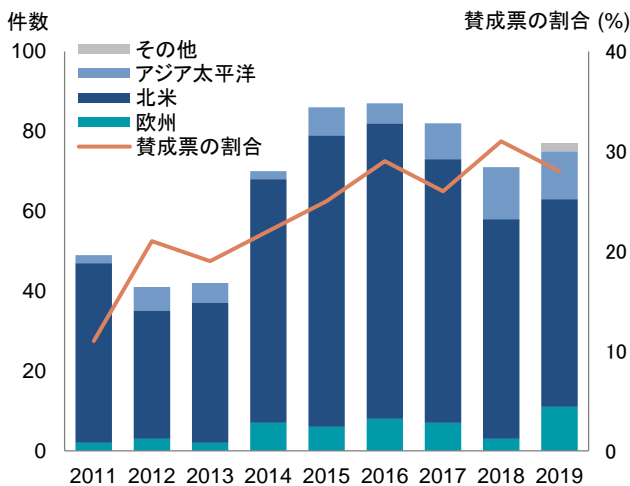


“ パンデミックは、外出自粛下の経済とエネルギー市場の混乱に直面したときの様々なビジネスモデルの回復力について、新たなデータを提供します。これは、低炭素社会への移行がどう展開するかについて理解を深める絶好の機会となります。

ティム・ヴェルハイデン |  
クオンツ・エクイティESGリサーチャー

### 投資家は気候リスクを最優先課題とする企業の姿勢を後押し

気候に関連した株主提案の地域別件数と賛成票の割合



出所: ProxyInsight、GSグローバル・インベストメント・リサーチ編集データ

<sup>1</sup> 2020年国連気候変動枠組み条約締約国会議(COP26)は11月に開催される予定でしたが、2021年に延期されました。

<sup>2</sup> 特に欧州全域で、国際通貨基金(IMF)(Special Series on COVID-19 “Greening the Recovery”、2020年4月20日を参照)やその他の政策当局も提唱しています。



## 続く気候変動

### 解説2 企業は引き続きグリーン投資を推進

**エネルギー:** 原油需要の急激な落ち込みと不十分な産出量削減により原油価格は急落し、企業は石油とウイユスの二重のショックに見舞われています。足元の投資成果を左右する主要な要因は、株価、格付引き下げリスク、流動性の問題です。しかし、クリーン・エネルギー源推進の意欲に変わりはなく、昨年1年間に多くの石油・ガス企業が2050年までに正味排出量ゼロを達成する決意を示しました<sup>1</sup>。その達成にはクリーン・エネルギーへの投資が必要です。税制優遇措置の活用や原油価格の下落を考えると、再生可能エネルギー・プロジェクトの経済性は依然として従来の投資プロジェクトと比較して魅力的です。したがって、流動性維持のために他のコストを削減しても、企業は再生可能エネルギー投資を継続すると予想します。当面は、比較的資金が潤沢な大手の石油・ガス企業が気候変動への取り組みを継続する一方、低格付企業は資本保全を優先すると見られます。保健衛生上の危機を乗り越えた時、競争力のある再生可能エネルギー価格と低金利により、脱炭素化の取り組みへの投資は増加すると予想します。

**自動車:** 気候変動は自動車業界の主要な投資促進要因です。しかし現在、企業は販売台数の急激な落ち込みと生産工場の閉鎖に直面し、環境への取り組みよりも流動性の管理に注力しています。そうした中でも電気自動車(EV)に投資している自動車メーカーは長期的に業績が向上する態勢にあると思われれます。特に欧州や中国における厳格な排出規制は、引き続き自動車メーカーをEV生産へと向かわせるでしょう。実際、欧州の自動車メーカーの中には、配当金を減額して流動性を維持しながらEV投資を行った企業もあります。さらに、世界最大のEV市場である中国で見られるように、自動車産業を支援する今後の財政政策にはEV購入の奨励策が含まれることになると考えられます。

**航空:** 海外旅行の制限によって、一部の航空会社は旧式でエネルギー効率の低い航空機を予定よりも早期に引き上げています。これは環境にとって好ましい動向です。旅行規制の正常化は最後になる可能性が高く、航空会社の深刻な状況は他のセクターよりも長引くことを考えると、資金の保全は不可欠です。こうした逆風と原油価格の低下が燃料効率のよい新型航空機の就航を遅らせる可能性があります。しかし、一部の航空会社はより長期的な視点に立っており、いずれは規制環境と消費者の選好に後押しされて、航空会社は排出削減への取り組みを継続すると予想します。

**梱包・包装:** 活動制限により、オンライン・ショッピングの輸送量が増加しています。電子商取引の普及は、経済が正常化しても、危機以前よりも高水準が続くことが見込まれ、梱包材業者にとって構造的な追い風となる可能性があります。しかし、こうした傾向は環境への影響も伴います。危機以前にすでに宅配商品用梱包材は米国の年間固形廃棄物の30%を占めていました。一方、これまでに排出されたプラスチック廃棄物全体の半分はこの15年間に廃棄されたもので、リサイクルされた廃棄物はわずか9%に過ぎません。最近プラスチックが環境にマイナスとなっている現実について、消費者の認識が高まっています。政府はビニール袋の有料化から一部の使い捨てプラスチック製品の全面的な禁止まで、様々な政策を講じています。企業もサステナブルな梱包材の必要性に対応し、代替品作成のためにイノベーションを追求しています。保健衛生上の懸念から、スーパーマーケットや喫茶店で再利用可能なバッグやカップの使用が制限されている事例に示されるように、当面は使い捨て梱包材の使用が増えることが見込まれます。しかし、こうした短期的な行動の変化を除くと、プラスチックに対する規制による向かい風とサステナブルなパッケージ・ソリューションのイノベーションは続く予想します。

<sup>1</sup> 正味ゼロとは、地球環境に放出される排出量と吸収される排出量との全体的な均衡を実現することを意味します。この用語は「カーボン・ニュートラル」または環境への「マイナスの影響がない」と同義で使用されます。





## ニュー・ノーマルにおける優れたガバナンス

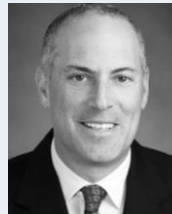
市場環境の急激な変化により、業務のバックアップ計画や強固なサプライチェーン管理など、優れたコーポレート・ガバナンスの重要性が高まっています。当社はガバナンスの投資判断基準として、チームがさらに分散されて人材がニュー・ノーマルを受け入れる中で、企業がどのように監視やリスク管理を行っているかに注目しています。

ガバナンスの要因は、ソブリン債、地方債、証券化市場に関する洞察も提供します。ソブリン債分野では、ガバナンス要因の前進は経済パフォーマンスの安定と改善の兆候とみなすことができます。ガバナンスと経営の慣行は、米国地方債の発行体に対する当社の信用分析の重要な柱です。当社は、予算管理や資金の責任ある使用をチェックしています。これには、経済パフォーマンス、社会的包摂(医療費と教育費を含む)、環境プロジェクトの強化のための資金調達が含まれます。ガバナンスのリスク要因は、ノンバンク住宅ローン会社が経済的に困窮した借り手の住宅ローン返済の遅延や債務不履行に耐えるだけの十分な資金を有していないと思われる場合、証券化市場でも発生します。解説3でこうした検討事項をさらに詳しく考察します。



“ 新興国のソブリン・クレジットの投資では、ESGリスクを管理することが下落リスクから保護することにつながります。

プラクリティ・ソファット |  
EMエコノミスト



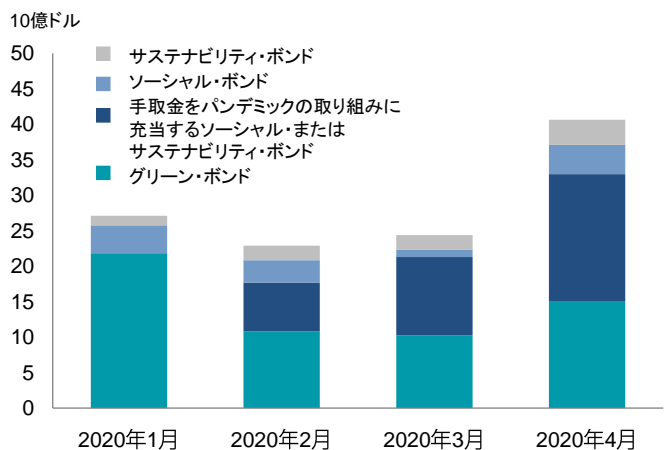
“ この数年、ノンバンク住宅ローン会社に対して資本要件の引き上げが求められてきました。しかし現在、ノンバンク住宅ローン会社は住宅ローンの一時的返済中断と予想される返済不履行の増加に耐えられるだけの資本を保有していないようです。

マシュー・カイザー |  
証券化ポートフォリオ・マネジャー

### パンデミックへの取り組みに関連したサステナビリティ・ボンドとソーシャル・ボンドの発行額が大幅に増加

ESG関連の債券発行額はこの数年増加しており、2019年には年間発行額が2,760億ドルを超え、過去最高を更新しました<sup>1</sup>。パンデミックはこの傾向を加速させています。2020年初来の発行額は過去数年間を上回っており、右図に示すように、特に4月にサステナビリティ・ボンドとソーシャル・ボンドの発行額が大幅に増加しています。前月の増加は、新型コロナウイルスへの対応に取り組む発行体による国際機関債、ソブリン債、政府機関債が主な牽引役となりました。ソーシャル・ボンドの手取金は、世界的なパンデミックに起因する問題を含む社会的課題に対処するプロジェクトに充当されます<sup>2</sup>。ソーシャル・ボンドやサステナビリティ・ボンド<sup>3</sup>に対する投資家の需要は旺盛です。これには、中央アメリカの新興国として初めてソーシャル・ボンドを発行したグアテマラも含まれます(10ページで説明)。政策の後押しと投資家の需要を受けて、ESG関連債券の供給は引き続き増加すると思われます。

グリーン・ボンド、ソーシャル・ボンド、サステナビリティ・ボンドの合計発行額



出所:ブルームバーグ。一般的な目的と資金調達に関連した発行を除外。あらゆる通貨での発行を米ドルに換算して含めている。

<sup>1</sup> 出所:ブルームバーグ。グリーン・ボンド、ソーシャル・ボンド、サステナビリティ・ボンドの合計発行額を示しています。

<sup>2</sup> 国際資本市場協会(ICMA)のソーシャル・ボンド原則を指針としています。

<sup>3</sup> サステナビリティ・ボンドはグリーン・プロセスとソーシャル・プロセスの組み合わせに手取金を充当することを特徴としています(ICMAガイドラインも指針とする)。



## ニュー・ノーマルにおける優れたガバナンス

### 解説3 優れたガバナンスは危機における企業と国家の健全な運営を支える

新興国ソブリン・クレジット 制度の堅牢性、政治の安定性、規制の質といったガバナンスの検討は、ストレス下における新興国の成長見通しと政策対応を判断する上で欠かせません。当社のガバナンス分析は、世界銀行が開発したWorldwide Governance Indicatorsといった客観的なESG評価指標と、金融・財政政策の意思決定を担う政策当局とのエンゲージメントから得る独自の見解とを組み合わせています。こうした政策当局との対話を通じて投資判断の確信を強めることもあれば、新たな洞察を得て見通しを再検討することもあります。その重要性は、高性能の自動車は優れたドライバーにしか乗りこなせないという喩えで表現することができます。同様に、天然資源の存在や人口動態によって有利な立場にある新興国も、優れたリーダーシップがなければ、その経済的潜在力を発揮することはできません。さらに、ガバナンス要因は負債の持続可能性に関する当社の評価の基盤となります。世界各国が新型コロナウイルスの封じ込め政策と観光業の低迷、世界経済の成長鈍化、また一部の国ではコモディティ価格の下落によって経済成長見通しの悪化に直面している現在の環境において、これは重要な検討事項です。優れたガバナンスは新型コロナウイルス感染症への政策対応を強化することができます。新興国は、多国間または二国間の開発パートナーから資金を得ることができます。また、金融市場にアクセスすることも可能で、革新的な資金源を活用している国もあります。例えば、グアテマラは先頃、中央アメリカの国として初めてソーシャル・ボンドを発行し、その手取金をパンデミックの救援活動に充当しました。グアテマラは債務水準が低く、財政規律を遵守し、観光業など新型コロナウイルスの影響を受けやすいセクターへのエクスポージャーが限定的であるため、同国のソーシャル・ボンド募集に対する投資家の反応は良好でした。他の国々と同様、グアテマラも足元で経済的な課題に直面していますが、当面のボラティリティを乗り切るのに十分な外貨準備金を備えている模様です。一部の新興国では、政府が中期的にガバナンスの枠組みを強化し、特定のコモディティ輸出への過剰依存から脱却し、経済の多様化を図る構造改革を実施する一方で、新型コロナウイルス感染症を契機に、医療インフラや医療技術への投資意欲が喚起されると考えています。

地方債<sup>1</sup> 米国の地方自治体は失業率の上昇に直面し、その結果、最大の歳入源である個人所得税の減少が見込まれます。生活に必須ではない事業の閉鎖により、売上税収入も減少すると見られます。

当社の地方債分析では、健全な予算慣行を含む発行体のガバナンスと管理の慣行について評価します。さらに、地域コミュニティの発展に貢献するプロジェクト、プログラム、サービスの成果を数値化し、分析します。この分析は、優れたクレジットのパフォーマンスを特定することができます。今回の危機が発生する以前から財政状況が健全であった市および州政府は、経済的な困難に対応する態勢が整っており、こうした発行体が発行する地方債は魅力的であると考えています。

証券化クレジット 金融危機以降に定められた規制により、多くの銀行は米国住宅ローン市場のプレゼンスを縮小し、規制が緩やかなノンバンク住宅ローン会社が市場シェアを増大する道が開かれました。現在、こうした「影の貸し手」は特に信用度の低い借り手に対する住宅ローンを中心に、米国住宅市場の融資の多くを占めています。しかし、そうした貸し手は主要銀行と同様の資金調達手段を利用することができず、結果的に住宅市場の下落の影響を大きく受けます。この数年、ノンバンク融資会社に対して規制の強化と資本要件の引き上げが求められてきました。現在、こうした融資会社は、困難な経済環境による住宅ローンの一時的返済中断と予想される返済不履行の増加に耐えられるだけの資本を保有していないようです。短期的にはこうした動向がエージェンシーMBS市場への投資に与える影響は限定的であると考えています。しかし、景気低迷が長期化し、ノンバンク住宅ローン・セクターの厳しい状況が長引けば、いずれは米国住宅市場の逆風となる恐れがあります。現在の危機が去った時、特に政府支援を受けることになった場合、「影の貸し手」に対する規制の監視は強化されると当社は考えます。

<sup>1</sup> 地方債は、米国の州、地方政府、領土もしくはその機関が発行する債務証券です。その手取金は地方自治体の一般的な資金か、道路や学校の建設など、特定のプロジェクトや目的に充当されます。

## 新型コロナウイルス感染症流行の終息後の世界におけるESGについての考察

現在はまだ危機のさなかにあり、異例の政策介入が実施されている最中です。にもかかわらず、将来を見据える当社の投資家、ポートフォリオ・マネジャー、エコノミストは、現在講じられている対策や決定が投資にもたらす長期的な影響について考察を始めています。危機は新たなトレンドを加速させ、その多くはESGに関連しています。そのいくつかを以下で紹介します。



“ グリーン・ボンド、ソーシャル・ボンド、サステナビリティ・ボンドの発行が増加し、債券の投資機会は拡大しています。「資金使途」に重点を置いた従来型のグリーン・ボンドが発行される一方で、最近ではサステナビリティ関連債券の発行も進化しています。各国政府は、特に欧州諸国を中心に、引き続き気候関連の目標達成のための戦略的投資に重点を置くと見られますが、現在の保健衛生上の危機を契機にサステナビリティの目標に関連した債券発行に世界の注目が集まっています。

マイケル・カシャーニ | 債券通貨運用グループ、ESGポートフォリオ・マネジメント責任者



“ 新型コロナウイルス終息後のマクロ経済状況はミクロ経済と政策対応に左右され、その多くはESGに関連したものになると考えられます。金融体制は進化し、ESGリスクを考慮した中期的な経済の安定が推進されると見られます。実際に米国と英国の中央銀行はすでに気候変動がもたらす経済リスクについて警告を発しており、欧州中央銀行は資産購入プログラムの下でグリーン・ボンドを購入しています。今後を展望すると、環境意識の高い消費者の行動はインフレ圧力を低下させ、失業した人が新たな職や別の産業で雇用を見つけるための教育や訓練に資金を振り向ける政策が取られれば、所得格差は縮小する可能性があります。

グルプリート・ジル | エコノミスト(先進国担当)



“ 危機のさなかにあっても、当社はスチュワードシップの責任に取り組んでいます。パンデミックによって議決権行使や株主エンゲージメントの重要性が高まっています。足元の保健衛生上の危機を乗り越えた時、社会的不公平に注目が集まり、役員報酬方針に社会的ESG指標を組み入れることを求める株主提案が増加するかもしれません。

キャサリン・ウィナー | スチュワードシップ・グローバル責任者



“ よりサステナブルで気候に配慮した経済を再構築し、優れた医療制度を備えた公平性の高い社会を目指す機会が訪れています。ESG要因は、投資先企業がこうした変化に向けて正しい軌道を進むための指針となります。

ルーク・パーズ | EMEAファンダメンタル・株式運用グループ・クライアント・ポートフォリオ・マネジメント責任者

## 追記

本資料は、情報提供を目的としてゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント・インターナショナルが2020年5月に作成した資料をゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント株式会社(以下「弊社」といいます。)が翻訳したものであり、特定の投資商品の推奨(有価証券の取得の勧誘)を目的としたものではありません。訳文と原文に相違がある場合には、英語の原文が優先します。

本資料は作成者が信頼できると判断した情報等に基づいて作成されていますが、弊社がその正確性・完全性を保証するものではありません。

本資料に記載された過去のデータは、将来の結果を示唆あるいは保証するものではありません。

本資料に記載された見解は情報提供を目的とするものであり、いかなる投資助言を提供するものではなく、また個別銘柄の購入・売却・保有等を推奨するものでもありません。記載された見解は資料作成時点のものであり、将来予告なしに変更する場合があります。

個別企業あるいは個別銘柄についての言及は、当該個別銘柄の売却、購入または継続保有の推奨を目的とするものではありません。本資料において言及された証券について、将来の投資判断が必ずしも利益をもたらすとは限らず、また言及された証券のパフォーマンスと同様の投資成果を示唆あるいは保証するものでもありません。

弊社及びゴールドマン・サックス・グループで投資運用業務を行う関係法人を総称して「ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント」あるいは「GSAM」と呼ぶことがあります。

本資料に記載された経済、市場等に関する予測は、資料作成時点での様々な仮定や判断を反映するものであり、今後予告なく変わる可能性があります。これらの予測値は特定の顧客の特定の投資目的、投資制限、税制、財務状況等を考慮したものではありません。実際には予測と異なる結果になる可能性があり、本資料中に反映されていない場合もあります。これらの予測は、将来の運用成果に影響を与えうる高い不確実性を伴うものです。したがって、これらの予測は、将来実現する可能性のある結果の一例を示すに過ぎません。これらの予測は一定の前提に基づく推定であり、今後、経済、市場の状況が変化するのに伴い、大きく変わることが考えられます。ゴールドマン・サックスはこれら予測値の変更や更新について公表の義務を有しません。

本資料に記載された、一般的な市場動向や、産業およびセクター動向、あるいは広範囲にわたる経済、市場および政治状況についての情報は、いかなる投資推奨あるいは投資助言の提供を意図するものではありません。本資料はゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント(GSAM)が作成したものであり、GSグローバル・インベストメント・リサーチが発行したものではありません。本資料に記載された見解は、GSグローバル・インベストメント・リサーチ、その他ゴールドマン・サックスまたはその関連会社のいかなる部署・部門の見解と必ずしも同一であるとは限りません。本資料記載の情報は作成時点のものであり、市場の環境やその他の状況によって予告なく変更することがあります。

本資料の一部または全部を、弊社の書面による事前承諾なく(I)複写、写真複写、あるいはその他いかなる手段において複製すること、あるいは(II)再配布することを禁じます。

© 2020 Goldman Sachs. All rights reserved. <208001-OTU-1219069>