

ESGと債券投資

2016年6月



マイリン・ゴ

シニア ESG アナリスト、投資リスク

2部構成の第1部である本資料では、ESGファクターを債券投資プロセスに取り入れるコンセプトに関して、ESGスペシャリストであるマイリン・ゴが説明します。

ESG(環境・社会・企業統治)ファクターに関連する投資戦略を採用することにより、長期にわたり高いリターンを上げることが可能になるとのコンセンサスが形成されつつあります。

ブルーベイでは、ESG投資がお客様のマンドートに組み込まれるケースが今後さらに増えていくものと考えています。ESG関連の投資戦略とは、ESGファクターを積極的かつ明確に投資プロセスに取り入れる戦略として広く定義されています。こうした戦略を採用することにより、高いリターンを上げることに加え、社会的責任を果たし、さらには環境・経済的に持続可能な社会に貢献することができると考えられます。

ブルーベイでは、これまでバリューを重視する投資家が主導していたニッチ市場が、バリュー投資家により、はるかに大きな市場に発展していると考えています(図表1)。

図表 1 ESG 市場の規模と成長に関するデータ

世界各地の SRI (社会的責任投資) 資産	
	10 億米ドル
① 米国 (SIF)	6,572
② カナダ (RIA)	945
③ 欧州 (EUROSIF)	13,608
④ 日本を除くアジア (ASRIA)	53
⑤ オーストラレーシア (RIAA)	180
グローバル SRI 合計	21,358

運用資産総額に占める SRI (社会的責任投資) 戦略の割合		
	2012	2014
欧州	49.0%	58.8% ¹
カナダ	20.2%	31.3%
米国	11.2%	17.9%
オーストラリア	12.5%	16.6%
アジア	0.6%	0.8%
グローバル	21.5%	30.2%



出所: GSIA (グローバル・サステナブル・インベストメント・アライアンス)、2014年グローバル・サステナブル・インベストメント・レビュー、2015年2月現在。2016年のPRI署名企業数に関するデータは2016年5月現在

注:

1 この数値は、「欧州SRIスタディ2014年」において報告された全てのSRI戦略の合計に基づいており、戦略を2重にカウントすることを避け、このグローバルレポートのメソドロジーに従って提示されています。ただし、欧州ではサステナビリティ投資に関する定義が明確ではないため、この数値は欧州のスタディでは使用されていません。

その他の投資リスク・フィルター

ブルーベイでは、ESGファクターが発行体の長期的な業績に重大な影響を与える可能性があると考えています。ESGリスク管理を怠れば、非効率性や事業の混乱、訴訟、風評被害などにつながり、最終的に発行体の債務返済能力が低下する恐れがあると考えられます。

ESGファクターを投資分析に取り入れる理由や、それによるパフォーマンスへの影響について考える場合、企業の長期的な業績向上が、利害関係者との関係の性質やクオリティによって左右されることが多いことは明白であると言えます。様々な利害関係者との関係性について、より率直、明確、かつ積極的な分析を行うことにより(このことも、ESG分析の一部である)、企業の業績見通しに対する理解を深めることができると考えられます。さらに、利害対立が生じる可能性のある分野、またはESGに関するリスク及び懸念が生じる可能性のある分野を特定することにもつながると考えられます。

したがって、伝統的な財務分析を実施することに加え、ESG分析を徹底することにより、ブルーベイは堅実な運用を行い、投資家のリターンを最大化するとの受託者責任を果たすことができると考えています。

ESGファクターを債券投資プロセスに取り入れる

ESG投資はこれまで、株式投資の観点から議論されることが多かったものの、弊社では、債券投資においても同様に重要であると考えています。

実際に、ダウンサイド・リスクを管理する点において、ESGファクターを取り入れることが最も有益であるとの研究結果が多数報告されています。債券投資においては、アップサイドが限定的であるため、ダウンサイド・リスクを最小限に抑えることが極めて重要となります。

最悪のシナリオは発行体がデフォルトに陥ることですが、投資家にとってはその他にもリスクがあります。例えば、債券の格下げなどは、投資家のリターンに影響する重要なリスク要因であると言えます。

また、債券投資家が不適切な債券に投資するリスクは、不適切な株式に投資するリスクよりも大きいと考えられます。株式は一般に証券取引所で取引されるため、比較的流動性が高く、債券と比べて不透明要素が少ないと言えます。

債券投資では、投資ユニバースがより大きく、より複雑であり、投資可能な証券の質や数についても種類が多いと言えます。これにより、一部の債券においては市場の流動性が低く、それに伴う取引コストや、複雑性が増す可能性もあります。

ESGリスクが与える影響は、株式と債券では異なる

株式においては、ファンダメンタルズはもとより、ニュース報道や成長見通し(例えば、収益見通しなど)に対するセンチメントなどによっても株価が変動します。したがって、株価はESGファクターから直接的な影響を受ける可能性が高いと考えられます。

一方、債券においては、ファンダメンタルズ(例えば、キャッシュ・フローなど)がより重要な要素となっており、主に発行体の財務状況や貸倒れ損失リスク(信用力)などによって債券価格が変動します。したがって、発行体の信用力が高ければ、ESGリスクによる影響が抑えられる可能性があるため、株式と比べてESGリスクによる直接的な影響を受けにくいと考えられます。ビジネス・リスクの観点からすると、ESGリスクは重要な要素であるものの、格付けの変更につながるような影響力の強い金融リスクであるとは限りません。また、債券価格やスプレッドに大きな影響を及ぼす要因になる可能性も低いと考えられます。

債券は複雑であり、様々な種類の債券商品が存在しており、償還期限もまちまちであるため、ESGリスクの影響も銘柄によって異なると考えられます。したがって、発行体が同じでも、その発行体の債券を保有することによるESGリスクは、その債券が資本構成のどの部分に属するかによって異なり、また、債券の格付けや償還年限、保有期間などによっても異なると考えられます。このことを踏まえると、債券に関連するESGリスクには非常に多くの側面があると言えます。

上記に示した概要は、ビジネス・リスク(ESGリスクを含む)に対して株価と債券価格が異なる反応を示すこと、そしてその理由を非常に単純化して説明したものに過ぎません。実際には、各企業固有の状況を反映した個別要因が価格に強く影響する可能性が非常に高いと考えられます。

とは言うものの、反応のタイミングや大きさは異なりますが、株価と債券価格が何らかの反応を示すことは明らかであると言えます(株価と債券価格は互いに影響し合っている)。以下では、世界有数の石油・天然ガス会社が2010年に原油流出事故を起こした後の株価と社債のCDS価格の推移を示しています(図表2)。

図表2 世界有数の石油・天然ガス会社が2010年にメキシコ湾沖合で原油流出事故を起こした後の株価と社債のCDS価格の推移



出所：ブルームバーグ、2016年3月10日現在

* クレジット・デフォルト・スワップとは、債務不履行に対する保険として購入されるデリバティブ契約です。発行体がデフォルトする可能性が高いと考える証券保有者が増えれば増えるほど、CDSの需要は高まり、プレミアム（保証料）も上昇します。

ESG リスクは発行体の信用力に影響を及ぼす

格付け会社は、ESGファクターが発行体の格付けに影響を及ぼすことを認めています。

スタンダード&プアーズによると、石油精製及び石油販売業界や、規制を受けている公益事業、規制を受けていない電力及び天然ガス業界では、環境規制や天候要因が企業の信用力に直接影響を及ぼす傾向があるため、環境及び気候リスクがビジネス・リスクの大きな部分を占めると考えられます。¹

ムーディーズでは、セクターの環境ヒート・マップを作成し、ESGリスクが各セクターに異なる影響を与えていることを説明しており、スタンダード&プアーズと同様の結論に至っています。² さらに、ムーディーズはその他にも分析を行っており、金融以外の事業会社に対する炭素削減政策のリスクが主に3つの影響を及ぼすことを示しています。その影響とは：直接コスト、テクノロジーによる破壊的影響、政策の不透明感/規制リスクの3つです。

スタンダード&プアーズ(2015年10月)によると、環境及び気候リスクは今後より大きなリスクとなる可能性があり、「様々な企業のクレジット・プロフィールを悪化させ、格下げ要因となる可能性がこれまで以上に高まっています。」³

ESGリスクは企業のクレジットだけに影響するわけではありません。スタンダード&プアーズによると、気候変動が世界的な問題となっており、このことは各国にも影響を与えています。ほとんどのケースにおいて、経済成長や対外債務の返済、公共財政などに悪影響が及んでおり、格付けの低い国が最も深刻な影響を被っています。⁴

最後に、ESGファクターはこれまで、債券投資においてそれほど重要な要因ではありませんでしたが、重要かつダイナミックな影響を与える要素になりつつあることは明らかであり、債券投資家はこのことを理解すべきであると言えます。

2部構成の第2部では、ESG投資戦略を活用した債券市場の投資機会と今後の動向について説明します。

注：

- 1 スタンダード&プアーズ、2015年10月：「環境及び気候リスクが世界の社債の格付けにどう影響するか（How environmental and climate risks factor into global corporate ratings.）」で詳述されています。
- 2 ムーディーズ・インベスターズ・サービス、2015年11月：「ヒート・マップを見ると、各セクターのクレジットに対して異なる影響を与えていることが分かる（Heat map shows wide variations in credit impact across sectors.）」で詳述されています。
- 3 スタンダード&プアーズ・レーティング・サービス、2015年10月：「環境及び気候リスクが世界の社債の格付けにどう影響するか（How environmental and climate risks factor into global corporate ratings.）」で詳述されています。
- 4 スタンダード&プアーズ・レーティング・サービス、2014年5月：「気候変動は世界的な問題であり、ソブリン・リスクにもなっている（Climate change is a global mega-trend for sovereign risk.）」で詳述されています。

ブルーベイ・アセット・マネジメント・インターナショナル・リミテッド

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 1029 号

加入協会：一般社団法人 日本投資顧問業協会

本資料は受領者への情報提供のみを目的としており、特定の運用商品やサービスの提供、勧誘、推奨を目的としたものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、当社がその正確性、完全性、妥当性を保証するものではありません。記載された内容は、資料作成時点（2016年6月10日）のものであり、今後予告なく変更される可能性があります。過去の実績及びシミュレーション結果は、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。なお、当社による書面による事前の許可なく、本資料およびその一部を複製・転用・ならびに配布することはご遠慮下さい。当社と金融商品取引契約の締結に至る場合には、別途「契約締結前交付書面」等をお渡ししますので、当該書面等の内容を十分にお読みいただき、必要に応じて専門家にご相談の上、お客様ご自身のご判断でなさるようお願いいたします。

無登録の信用格付業者による格付けについて

（信用格付業者の登録の意義等）

格付会社に対しては、市場の公正性・透明性の確保の観点から、金融商品取引法に基づく信用格付業者の登録制が導入されています。

登録を受けた信用格付業者は、①誠実義務、②利益相反防止・格付プロセスの公正性確保等の業務管理体制の整備義務、③格付対象の証券を保有している場合の格付付与の禁止、④格付方針等の作成及び公表・説明書類の公衆縦覧等の情報開示義務等の規制を受けるとともに、報告徴求・立入検査、業務改善命令等の金融庁の監督を受けることとなりますが、無登録格付業者は、これらの規制・監督を受けておりません。

また、金融商品取引業者等は、無登録格付業者が付与した格付を利用して勧誘を行う場合には、金融商品取引法により、無登録格付である旨及び登録の意義等を顧客に告げなければならないこととされています。

（信用格付業者について）

お客様にご提示しております本件資料では、スタンダード&プアーズ（S&P）、ムーディーズ並びにフィッチが行った格付けを基にした情報の記載を行っております。これらについては、グループ内の一部が本邦金融商品取引法における登録信用格付業者に該当していますが、それ以外のグループ法人は、同法に基づく登録を行っていない業者（「無登録信用格付業者」）に該当します。

以下では、金融商品取引法により求められるこれらの法人に関するご説明を記載いたしますので、ご確認いただくようお願い申し上げます。

（スタンダード&プアーズ）

登録を行っているグループ信用格付業者の名称及び登録番号：

スタンダード&プアーズ・レーティング・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第5号）

格付業者グループが使用する呼称：

S&Pグローバル・レーティング（S&P Global Ratings）

信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法：

スタンダード&プアーズ・レーティング・ジャパン株式会社のホームページ（http://www.standardandpoors.com/ja_JP/web/guest/home）の「ライブラリ・規制関連」の「無登録格付け情報」（www.standardandpoors.co.jp/unregistered）に掲載されています。

信用格付の前提、意義及び限界：

上述のスタンダード&プアーズ・レーティング・ジャパン株式会社のホームページ中の「無登録格付け情報」（<http://www.standardandpoors.co.jp/unregistered>）では、「格付の前提・意義・限界」として下記の説明が掲載されています（平成28年6月10日現在）。

当該説明の正確性・完全性については、当社が保証するものではありませんが、当社としては、情報源として信頼できると判断しております。詳しくはスタンダード&プアーズ・レーティング・ジャパン株式会社のホームページをご覧ください。

記

S&Pグローバル・レーティングの信用格付は、発行体または特定の債務の将来の信用力に関する現時点における意見であり、発行体または特定の債務が債務不履行に陥る確率を示した指標ではなく、信用力を保証するものでもありません。また、信用格付は、証券の購入、売却または保有を推奨するものでなく、債務の市場流動性や流通市場での価格を示すものでもありません。

信用格付は、業績や外部環境の変化、裏付け資産のパフォーマンスやカウンターパーティの信用力変化など、さまざまな要因により変動する可能性があります。

S&Pグローバル・レーティングは、信頼しうると判断した情報源から提供された情報を利用して格付分析を行っており、格付意見に達することができるだけの十分な品質および量の情報が備わっていると考えられる場合にのみ信用格付を付与します。しかしながら、S&Pグローバル・レーティングは、発行体やその他の第三者から提供された情報について、監査、デューデリジェンスまたは独自の検証を行っておらず、また、格付付与に利用した情報や、かかる情報の利用により得られた結果の正確性、完全性、適時性を保証するものではありません。さらに、信用格付によっては、利用可能なヒストリカルデータが限定的であることに起因する潜在的なリスクが存在する場合もあることに留意する必要があります。

以上

(ムーディーズ)

登録を行っているグループ信用格付業者の名称及び登録番号：

ムーディーズ・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第2号）

格付業者グループが使用する呼称：

ムーディーズ・インベスターズ・サービス・インク

信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法：

ムーディーズ・ジャパン株式会社のホームページ（ムーディーズ日本語ホームページ（<http://www.moody.co.jp>）の「信用格付事業」をクリックした後に表示されるページ）にある「無登録業者の格付の利用」欄の「無登録格付説明関連」に掲載されています。

信用格付の前提、意義及び限界：

上述のムーディーズ・ジャパン株式会社のホームページにある「無登録業者の格付の利用」欄の「無登録格付説明関連」では、「信用格付の前提、意義及び限界」として下記の説明が掲載されています（平成28年6月10日現在）。

当該説明の正確性・完全性については、当社が保証するものではありませんが、当社としては、情報源として信頼できるものと判断しております。詳しくはムーディーズ・ジャパン株式会社のホームページをご覧ください。

記

ムーディーズ・インベスターズ・サービス・インク（以下、「ムーディーズ」という。）の信用格付は、事業体、与信契約、債務又は債務類似証券の将来の相対的信用リスクについての、現時点の意見です。ムーディーズは、信用リスクを、事業体が契約上・財務上の義務を期日に履行できないリスク及びデフォルト事由が発生した場合に見込まれるあらゆる種類の財産的損失と定義しています。

信用格付は、流動性リスク、市場リスク、価格変動性及びその他のリスクについて言及するものではありません。また、信用格付は、投資又は財務に関する助言を構成するものではなく、特定の証券の購入、売却、又は保有を推奨するものではありません。ムーディーズは、いかなる形式又は方法によっても、これらの格付若しくはその他の意見又は情報の正確性、適時性、完全性、商品性及び特定の目的への適合性について、明示的、黙示的を問わず、いかなる保証も行っておりません。

ムーディーズは、信用格付に関する信用評価を、発行体から取得した情報、公表情報を基礎として行っております。ムーディーズは、これらの情報が十分な品質を有し、またその情報源がムーディーズにとって信頼できると考えられるものであることを確保するため、全ての必要な措置を講じています。しかし、ムーディーズは監査を行う者ではなく、格付の過程で受領した情報の正確性及び有効性について常に独自の検証を行うことはできません。

以上

(フィッチ)

登録を行っているグループ信用格付業者の名称及び登録番号：

フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第7号）

格付業者グループが使用する呼称：

フィッチ・レーティングス（以下「フィッチ」と称します。）

信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法：

フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社のホームページ（フィッチ日本語ホームページ（<http://www.fitchratings.co.jp>）の「規制関連」をクリックした後に表示されるページ）にある「格付方針等の概要」に掲載されています。

信用格付の前提、意義及び限界：

上述のフィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社のホームページにある「規制関連」欄の「格付方針等の概要」では、「信用格付の前提、意義及び限界について」として下記の説明が掲載されています（平成28年6月10日現在）。

当該説明の正確性・完全性については、当社が保証するものではありませんが、当社としては、情報源として信頼できるものと判断しております。詳しくはフィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社のホームページをご覧ください。

記

フィッチの格付は、所定の格付基準・手法に基づく意見です。格付はそれ自体が事実を表すものではなく、正確又は不正確であると表現し得ません。信用格付は、信用リスク以外のリスクを直接の対象とはせず、格付対象証券の市場価格の妥当性又は市場流動性について意見を述べるものではありません。格付はリスクの相対的評価であるため、同一カテゴリーの格付が付与されたとしても、リスクの微妙な差異は必ずしも十分に反映されない場合もあります。信用格付はデフォルトする蓋然性の相対的序列に関する意見であり、特定のデフォルト確率を予測する指標ではありません。

フィッチは、格付の付与・維持において、発行体等信頼に足ると判断する情報源から入手する事実情報に依拠しており、所定の格付方法に則り、かかる情報に関する調査及び当該証券について又は当該法域において利用できる場合は独立した情報源による検証を、合理的な範囲で行いますが、格付に関して依拠する全情報又はその使用結果に対する正確性、完全性、適時性が保証されるものではありません。ある情報が虚偽又は不当表示を含むことが判明した場合、当該情報に関連した格付は適切でない場合があります。また、格付は、現時点の事実の検証にもかかわらず、格付付与又は据置時に予想されない将来の事象や状況に影響されることがあります。

以上