

適切なESG（環境・社会・企業統治）債券戦略の構築

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2部である本資料では、債券投資家が活用できる様々なESG投資戦略について、ESGスペシャリストであるマイリン・ゴが説明します。

ESG債券投資シリーズの第1部では、債券投資においてESG分析を活用し、ダウンサイド・リスクを最小限に抑えることで、投資リターンを高めることが可能であると述べました。

ここでは、ESGファクターを債券投資に取り入れることにより、社会的貢献を果たせる可能性があることについて考察します。具体的な要素は、下記の通りです。

- **市場の相対的規模:** 債券市場の規模は株式市場をはるかに上回っています（債券市場の規模は株式市場の約2倍）。債券市場はより長期的な見通しに基づいて利用される傾向があり、株式市場よりもボラティリティが低いと言えます。
- **必要とされる資金調達手段:** 気候変動などの世界的な環境問題を解決するためには、将来に向けて大規模な投資が必要であり、中でもインフラ投資に多くの資金が必要であると考えられます。しかし、株式市場だけでは全ての資金需要を満たすことはできません。低炭素社会を実現するためには、グリーン・ボンドやクライメート・ボンドなどが重要な役割を果たすと考えられます。
- **直接的な影響:** 気候などの分野では、例えば国営企業は株式よりも債券を発行するケースが多いため、債券投資家はこうした企業に対してより強い影響力を持っていると考えられます。

資産クラスごとに異なる ESG 投資戦略を活用する必要があります。

ESG戦略のほとんどは、株式投資を想定して構築されたものですが、債券投資にとって相応しい戦略と、そうでない戦略があることが明らかになっています。これについては図表1に示しています。

図表 1 一般的な ESG 投資戦略について、株式投資と債券投資への適合性を比較

株式投資と債券投資の比較						
ESG 投資戦略/ 資産クラス	倫理的スクリーニング (ネガティブ・スクリーニング/ 問題のある企業の除外)	規範に基づく スクリーニング	ESG統合	ESGインゲージメント/ アクティビズム	業界で最も優れた ESG基準	ESG投資（積極的/ テーマに沿った投資）
株式	十分に適合する	十分に適合する	十分に適合する	十分に適合する	十分に適合する/ やや適合する	十分に適合する/ やや適合する
社債	やや適合する	やや適合する	十分に適合する	やや適合する/ それほど適合しない	それほど適合しない	十分に適合する/ やや適合する
ソブリン債	それほど適合しない	やや適合する	十分に適合する	それほど適合しない	それほど適合しない	それほど適合しない

出所：BlueBay Asset Management LLP, 2016年

図表1の詳細は、下記の通りです。



- **ネガティブ・スクリーニング戦略:**一部のサブ資産クラス戦略では、問題のあるセクター全体を除外するアプローチが適切である場合があります。適切かどうかは、そのセクターが投資ユニバースの中でどれだけの割合を占めているかによって決まります(例えば、エマージング債券戦略では、化石燃料の採掘を手掛ける発行体が突出しています)。
- **ベスト・イン・クラス戦略:**債券戦略では一般的であるように、同じセクター内で投資適格の発行体とハイ・イールドの発行体を区別し、ユニバース全体を1つのものとして捉えません。
- **エンゲージメント戦略:**社債戦略ではエンゲージメント戦略を採用することが可能ですが、正式な法的権限がなければ戦略の実行は困難である場合があります。さらに、ESGエンゲージメントに基づいてソブリン債ファンドを運用することはさらに困難である可能性があります。しかし、発行体が新たな資金を調達する際には、株式の発行が最もコスト効率の高い(または効率的な)選択肢であるとは限りません。したがって、発行体は債券市場で資金調達する必要があるため、エンゲージメントを実施する余地はあると考えられます。

このように、債券投資家はある程度の影響力を持っており、特に新規発行市場では影響力が強いと考えられるため、責任を持って建設的にこうした影響力を行使すべきであると言えます。債券投資家は、ESGデータが期待したレベルに達しているかどうかについて、より注意を払う必要があります。特にハイ・イールド債の発行体やエマージング債券の発行体については、ESGに対する意識が低く、リソースが限られており、さらにESG関連の基準や規制が先進国ほど整備されていないため、とりわけ注意する必要があると考えられます。しかし、十分なリソースを確保し、現実的かつ創造的なアプローチを採用する投資家であれば、エンゲージメントは可能であると考えられます。

- **テーマに沿った戦略:**上述のように、このアプローチは有効であると考えられます。例えば、気候変動問題に取り組むには大規模な投資が必要となりますが、「グリーン・インフラストラクチャー」の整備が早急に必要とされている中で、債券投資家はグリーン・ボンド市場を通じてこの問題の解決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、債券投資において最も効果的な戦略はESG統合であると考えています。ESG統合では、様々な債券の特徴や、差別化されたESGプロファイルを考慮に入れることが可能です。実際に、ブルーベイの全ての運用戦略では、コア・アプローチとしてESG統合を実践しています(図表2)。

図表 2 ブルーベイと、ブルーベイが採用する ESG 投資戦略

ESG 投資戦略 / ブルーベイの投資戦略						
						
ポートフォリオ ¹	✓	✓	✓	✗	✗	✗
個別専用口座 (セパレート口座)	✓	✓	✓	✗	✗	✗

- ブルーベイでは、RI/ESG/SRI等の名称を付けたESG投資戦略/商品を運用していません。
- ブルーベイが運用する全てのファンドにおいて、主にESG統合投資戦略を採用しています。
- ESG統合プロセスの一環として、ESGエンゲージメントを実行する場合がありますが、現時点でこのような活動は制限されています。
- ポートフォリオでは倫理的スクリーニングを行い、地雷やクラスター兵器の製造企業を投資対象から除外しています。個別専用口座(セパレート口座)では、スクリーニング基準をカスタマイズすることも可能です。

注:

- 1 ブルーベイ・ルクセンブルグ及びケイマン諸島に本籍を置くファンド
- 2 お客様の要請に応じて利用が可能な一任契約
- 3 例えば、気候変動投資、社会的インパクト投資、マイクロ・ファイナンス、グリーン・ボンド等

出所: BlueBay Asset Management LLP, 2016年

債券投資において、ESG への取り組みを進めます。

債券投資家の間で、ESGに対する意識が高まっていることは明らかですが、株式投資家と同レベルの注目を浴びるには至っていません。しかし、ESG債券投資に対する関心が高まっていることを踏まえると、いずれはそうした状況が訪れると考えられます。

状況を進展させるためには、投資バリュー・チェーンにおける全ての主要利害関係者(発行体や投資家などを含む)が行動を起こす必要があります。ブルーベイが重要と考える主な検討事項について以下に説明します。

- **発行体レベルのESGデータ:**発行体の長期的持続可能性に影響するESGファクターについて、十分な情報開示を行うことが求められています。国連責任投資原則(PRI)ネットワーク(ブルーベイは2013年からPRIの署名企業となっています)や、ESGの透明性向上を促進するその他のネットワークなどは、発行体の十分な情報開示を支える重要な機関であると考えられています。ブルーベイはこうした組織や利害関係者との協力を続けており、情報開示の徹底により、投資家は発行体のリスク・プロファイルに対する全体的な理解を深めることができると考えられます。
- **質の高いESGクレジット分析:**これは、専門のESGリサーチ・プロバイダー(例えば、MSCI ESGリサーチ、サステナリティクス、Vigeo EIRISなど)や、セルサイドの投資ブローカー、格付け会社(スタンダード&プアーズ、ムーディーズなど)が行う分析です。ブルーベイはこれらのグループに対し、ESGクレジット分析を改善するように働きかけを行ってきました。例えば、弊社は2015年初めからPRIの債券エンゲージメント・サブ委員会の署名企業となっています。このサブ委員会は、ESGクレジット分析に関して格付け会社と対話を始めています。このプロジェクトは今年5月、投資家と格付け会社による共同声明([a joint investor and CRA statement](#))を発行しており、両グループが協力して取り組みを進めていく決意を表明しています(ブルーベイはその署名企業となっています)。
- **債券に特化したESG投資戦略の構築:**株式投資に由来する戦略について考察し、これらを元に戦略を構築することは有益な取り組みと言えます。しかし、債券業界全体が協力し、債券に特化した投資戦略(例えば、ESGパフォーマンスに基づいて、ESGファクターを重視する戦略など)の開発を目指すことも重要と考えられます。ブルーベイは債券投資戦略の開発において高い実績を有しており、投資商品や投資プロセスにESGファクターを効果的に取り入れる方法を引き続き模索していく方針です。
- **一般への透明性及び説明責任:**投資家は投資活動における自身のポジションやESGへのアプローチに関して主要利害関係者に伝えることが重要です。これにより、お客様やその他の当事者に対する説明責任を果たすことが可能になり、さらに投資業界全体にわたって変化を促す重要な原動力にもなり得ると考えられます。ブルーベイはこうした取り組みを報告することに努めており、2015年にはウェブサイト上で [ESG投資のリスク管理に関する](#) ページを立ち上げています。

ブルーベイは先進的な債券運用会社であり、お客様がESGコミットメントを果たすことができるよう、今後も取り組みを継続していきます。また、ESG投資においてリスク管理体制を強化することにより、ESGファクターを投資活動に効果的に取り入れることが可能になると考えています。

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21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おります。

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おります。

（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）に掲載されております。

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おります（平成28年6月21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はありません。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21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21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