

ESG を債券投資に取り入れる

— 将来の新たな債券投資の方法 —



マイリン・ゴ
ESG 投資リスク・ヘッド

ESGはますますの盛り上がりを見せており、徐々にスポットライトは債券市場に動きつつあると思います。

ESG (環境・社会・企業統治) の要素を考慮することは株式投資において浸透してきています。多くのデータが入手可能になったことで、ESGを考慮することと、長期的な投資パフォーマンスとの間にプラスの関係があるという証拠が現れてきています。

債券の投資家にとっては、どうして有益と言えるのでしょうか。カギとなるのは、ダウンサイド・リスクに対する防御になる可能性があることと考えています。

株式、債券ともESGを考慮することで、リスクを緩和するという目的を達成することが出来るでしょうが、債券の投資においては、アップサイドは制約がある一方でダウンサイドはかなり大きいことから、この点が重要となります。

ESGはアップサイドを追求するよりも、ダウンサイド・リスクを軽減するという点において有効に働くことから、債券の投資家がESGを考慮することは理にかなっていると考えています。

アクティブ運用とは同志

ESGと債券市場のごく自然な類似点は、どちらもアクティブ投資のアプローチが求められる、という点です。パッシブ投資とアクティブ投資を巡る議論は広く知れ渡っていますが、パッシブ投資における主な魅力は低コストであることです。しかし、これは債券の運用においては上手く機能しないことかも知れません。

図 1: 債券投資におけるアクティブ投資とパッシブ投資のメリットとデメリット

投資戦略	デフォルトの回避	分散効果	ファンダメンタル・リサーチの適用	流動性へのアクセス	コスト/手数料
パッシブ	低 市場の大部分を保有するため、デフォルト銘柄も保有する	中 一部のファンドは分散効果が高いが、例えばエマージング債券指数/ハイ・イールド債指数では、市場の一部や、最も取引しやすい銘柄だけに限定されるため、分散効果は低い	低 最も発行額の大きい銘柄に対して、最も大きなウェイト/高い配分が割り当てられる。特にエマージング・ソブリン債市場のような非常に不均一な市場では、経済発展状況が国ごとに異なるため、固有のリスクが存在している	中 金融危機後に規制が強化されたため、市場の流動性が低下した。結果として取引サイズやブローカーへのアクセスという点が低下した	低 運用マネージャーのコストが低いため、運用報酬も低い
アクティブ	高 市場の一部だけを保有する	中 発行残高や取引の容易さに関係なく資産配分を決定することができ、市場のどの部分でも購入することが可能	高 専門家の分析により、銘柄ごとの状況を考慮し、アルファの源泉を追求することが可能	中 取引サイズを適切に調整し、サイズに応じてブローカーにアクセスすることが可能	中 運用マネージャーのコストが高くなる分だけ、運用報酬が高くなる

出所：ブルーベイ・アセット・マネジメント

ESGの観点を取り入れることで、債券戦略における更なるアルファ創出のためのスクリーニングを行うことが出来るかもしれません。多くのESGリスクは市場ではあまり認知されておらず、ミスプライスを見付ける機会になる可能性があります。アクティブ運用によって投資家は、リターンを得る努力をする中で、ESGリスクを積極的に考慮することで、ミスプライスを特定することが出来る可能性があります。

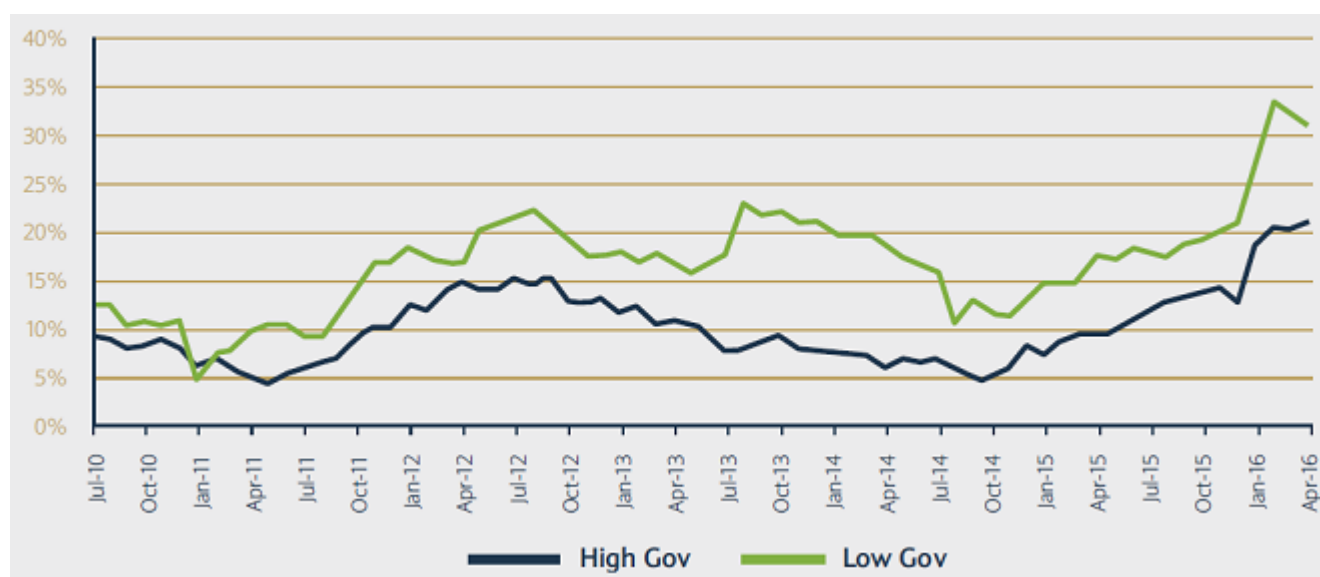
アクティブ運用においては、銘柄の財務分析に加えて、ESGを追加フィルターとして用いることが出来ます。経営の質を計る手段として、ESGの格付けが低い銘柄はリスクが高く、透明性も低い場合がありますが、このことは信用格付けには十分に反映されていないことがあります。

図 2: ESG スコアがどのようにスプレッドと信用格付けに関係しているか

	ESGのスコアが低い債券	ESGのスコアが高い債券
平均ESGスコア (0から10)	2.6	7.7
平均スプレッド (bps)	172	134
平均格付け	A3	A2

出所 : MSCI ESG Research ; Barclays Research, 2016

図 3: MSCI のガバナンス・スコアが高い銘柄の方が格下げは少ない



ガバナンスのスコアが高い銘柄（紺色線）とスコアが低い銘柄（黄緑線）が格下げとなった割合（12ヶ月ローリング）

出所 : MSCI ESG Research ; Barclays Research, 2016

賢い活用—ESG インテグレーション

プラス効果は明らかなものの、多くのESGによる投資戦略が株式投資において当初発展したことを考えると、債券投資においてどのようにESGを取り入れるかを考える必要があります。

どちらの資産クラスにも効果的である一つの方法がESGインテグレーションでしょう。

これは、投資プロセスの一部としてESG要素を全体的に組み入れるということです。これによって、個々の特性や異なる信用リスクを持つ債券に対して最も有効なアプローチが出来ると考えています。

図 4: 一部の株式 ESG 投資戦略は債券投資に適している

ESG 投資戦略/ 資産クラス	倫理スクリーニング (ネ ガティブ・スクリーニング /問題企業の除外)	規範に基づく スクリーニング	ESGティルト	ESG インテグレーション	ESGインゲージメント/ アクティビズム	ESG ベスト・イン・クラス	ESG投資 (ポジテ ブ・スクリーニング/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	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	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	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：ブルーベイ・アセット・マネジメント

何故 ESG を考慮するのか—債券市場の影響と義務

多くの投資家にとって明快なESG採用理由がまず必要かもしれませんが、債券投資戦略でESGを考慮することは、社会的な成果という点で差別化を図ることが出来るかもしれません。

地政学的の不透明感が高まっており、気候変動による影響が大きくなっていることから、これらの長期的なESGの影響の重要性は高まってきていると考えています。

債券市場は株式市場よりも市場規模がはるかに大きく(株式市場の規模は債券市場の約半分)、国や国有企業も発行体の中に含まれていることから、政府の取り組みに影響を与える可能性がある市場です。

株式保有者は取締役会において影響力を持つことが出来ますが、債券保有者にも影響力があります。貸し手と借り手の間には法的な契約関係があり、債券発行契約においてESGを考慮することを明文化することができる機会があります。

株式が資本増強を目的としているのに対して、債券は財務上効率的な資金調達の方法であることから、多くの発行体は継続的に債券市場を活用し、資金コストを出来るだけ低くしようと試みています。コストの低下は、発行体が債務履行を果たす能力と意思を持っていると投資家が信頼できる場合にのみ可能となります。そのため貸し手は債券投資を通じて、社会面と環境面での改善を働きかけることが出来るように徐々になるかもしれません。

株式投資と同じレベルの注目を集めるにはまだ時間がかかりそうですが、債券投資においてもESGはひとつの課題となりつつあると考えています。ESGの要素に目を向け、積極的な姿勢を取ることで、発行体の長期的な財務状況に大きな影響を与える可能性があります。債券戦略にESGを組み入れることを無視することは難しくなっていると考えています。投資家はESG債券へのシフトに備える必要があるでしょう。

■手数料等

当社の提供する投資一任業に関してご負担いただく手数料や費用等は、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたします。最終的な料率・計算方法等はお客様との個別協議により別途定めることとなりますが、主な運用戦略ごとの手数料の上限は以下となります。

エマージングソブリン債戦略：年率 0.80%（税抜き）、エマージング社債戦略：年率 1.05%（税抜き）/ハイ・イールド債/ローン戦略：年率 0.85%（税抜き）/投資適格債戦略：年率 0.45%（税抜き）、投資適格債絶対リターン戦略：年率 0.90%（税抜き）、グローバル・ソブリン・オポチュニティ戦略：年率 1.10%（税抜き）成功報酬 15%（税抜き）/金融ハイブリッド債戦略：年率 0.80%（税抜き）/転換社債戦略：年率 0.75%（税抜き）/オルタナティブ戦略：年率 2.20%（税抜き）成功報酬 20%（税抜き）/マルチクレジット戦略：年率 0.80%（税抜き）/ダイレクト・レンディング戦略：年率 1.7%（税抜き）成功報酬 20%（税抜き）

なお、当社との投資一任契約は、原則、運用戦略に応じた外国籍投資信託を投資対象とします。上記手数料には、お客様から直接当社にお支払いいただく投資顧問報酬、外国籍投資信託に対して投資した資産から控除される運用報酬が含まれます。

この他、管理報酬その他信託事務に関する費用等が投資先外国籍投資信託において発生しますが、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたしますので、その料率ならびに上限を表示することができません。手数料や費用等について詳しくは、弊社担当者にお問い合わせをいただくか、契約締結前交付書面をご覧ください。

■投資一任契約に関するリスク

投資一任契約に基づく契約資産の運用は、原則、戦略に応じた外国籍投資信託を通じて、実質的に海外の公社債、株式等の有価証券や通貨などの価格変動性のある資産に投資を行います。これら有価証券等には主に以下のリスクがあり、株式相場、金利、為替等の変動による価格変動、及び有価証券の発行会社の財務状況の悪化等による価格の下落により、外国籍投資信託等の基準価額が下落し、損失を被ることがあります。従って契約資産は保証されるものではなく、お客様の投資された元本を割り込むことがあります。また、デリバティブ取引等が用いられる場合においては、上記の価格変動等により、元本超過損が生じる可能性があります。運用による損益は全てお客様に帰属いたします。

- ・ 価格変動リスク：有価証券の価格変動に伴って損失が発生するリスク
- ・ 為替変動リスク：外国為替相場の変動に伴って損失が発生するリスク
- ・ 信用リスク：発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに対する外部評価の変化等により損失が発生するリスク
- ・ 流動性リスク：市場の混乱等により取引ができず、通常よりも不利な価格での取引を余儀なくされることにより損失が発生するリスク
- ・ カントリーリスク：投資対象国/地域の政治・経済、投資規制、通貨規制等の変化により損失が発生するリスク

なお、契約資産が持つリスクは上記に限定されるものではありませんのでご注意ください。リスクに関する詳細につきましては契約締結前交付書面等の書面の内容を十分にお読み下さい。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（2017年12月20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。