



ESGインテグレーション； エマージング社債にスポットライト

2018年6月

エマージング債チーム

ハバス・ワールドワイドの創業者であるデビッド・ジョーンズは、6年前に「Who cares wins (邦題：正義の会社が勝つ)」という本を出版し、将来最も成功する企業は社会的責任も最も大きくなるであろう、と述べています。しかし、投資家が「エマージング市場」という言葉を耳にする時、こうした原則は適用されないと考えてしまいがちです。ビル・ブローダーの著書である「Red Notice (国際指名手配)」では、産業界の不正を題材にしており、ESG (環境・社会・ガバナンス) とエマージング市場投資は相容れないことが強調されていますが、この意見には同意しかねます。エマージング市場投資にESGの要素を取り入れることは可能であるだけでなく、リスク調整後リターンを高めることにも役立つと考えています。

投資判断において、どのようにESGの要素を取り入れ、エマージング社債の運用にどう活かしていくのか、運用チームからのメッセージです。

Q1. エマージング資産の投資アプローチにおいてESGはどのように組み入れられますか。



ポリナ・クルドヤフォ

シニア・ポートフォリオ・マネジャー

A1. 最初に投資プロセスの中でESGを取り入れようとして検討したとき、ESGのコンセプトはブルーベ이의投資哲学と矛盾しないものだと思います。ESGはいくつかの重要な要素を考慮する必要がありますが、このほとんどが投資のメリットとリスクを判断する際に既に着目していたものでした。難しい点は、これらのリスクを定量化できるような確固たる、そして市場の変化に順応できるような枠組みを作り出すことであると考えています。良い点は、ブルーベ이는既にこれをすぐにモデル化できる周回準備を進めていたことです。

一つ目に、ESGを効率的に取り入れるにはアクティブ運用を行っている必要があるでしょう。ESG分析のデータを第三者機関に完全に依存したり、パッシブなアプローチを取ることは、不完全で過去のスナップショットに頼ってしまうリスクを抱えていると考えています。これでは、経営陣のコミットメントや変化の道筋について深く見通すことはできないかもしれません。投資対象にアクティブなアプローチをするということは、ブルーベ이의ESGモデルは、投資プロセスの変更ではなく進化として見るものと考えています。二つ目に、現実的で信頼に足る枠組みを運用し、維持するにはリソースを必要とします。ブルーベ이는、エマージング社債に特化した十分な人員を有することから、ESGの要素を組入れたリスク管理を包括的に行うことが出来ます。各セクターや企業分析において、各アナリストがESGの要素を組入れることによって、チーム内での積極的な姿勢が高まり、機動的で一般的なモデルが確立されます。三つ目に、ブルーベ이의市場での評価と存在感によって、シニア・レベルの政策当局者や経営陣との直接の対話が可能となっています。このことによって、ESG関連の問題に対する企業の取り組みや認識の強さを見ることが出来ます。

特にESGへの取り組みが弱いと見られているセクターや企業を分析している時に、我々とのESGに関する議論から前向きな、やや予想外な結果が企業から出てくることは、グローバルなESGの全体的な課題に運用者がかなり大きな影響力を持つことができる、ということを示しています。しかし、ESGのレンズを通してエマージング社債の評価を行うというアプローチは、投資家に代わって、モラルを重視した行動を取るということを意味しているわけではなく、リスク管理プロセス強化のためにESGリスクをもっと計測していくということです。

Q2. ブルーベいではESGリスクを測る際に、第三者機関のデータに加えて自社の見方についても考慮する、としています。第三者機関の評価（スコア）だけに頼らないのはなぜですか。



アマンダ・グレイ

シニア・アナリスト

A2. ESGやサステナビリティ・リサーチを提供する機関からのESGに関する情報は有益ですが、ほぼ公開情報に基づくものであることから、やや奥深さに欠けることがあります。また、事業環境（つまりソプリンの状況）を効果的に組み込むことが出来ていないことが多いですが、これはエマージング社債の投資において非常に重要な要素であると考えています。例えば私が担当しているナイジェリアの銀行は、好例になると思います。ESGのリサーチ機関によれば、この銀行はESGの観点からは「平均以上」となっています。確かに、この格付けを得るための要件をこの企業はすべて満たしています。しかし、この企業の分析を行った際、複数の個人が事業活動に過度な影響力をもっており、これは公にされている株主情報から読み取ることは出来ないものでした。さらに、ナイジェリアは、トランスペアレンシー・インターナショナル（TI）が発表する腐敗認識指数で、100か国中上位27カ国目に位置しています。ナイジェリアで事業活動を行っているということは、収賄及び汚職の高いリスクを抱えているということですが、



これは、第三者機関の評価では反映されていません。ブルーベいでは、ESGリスクのスコアリングについて、マイナス3からプラス3のスコアの中で、この銀行にマイナス1のスコアをつけています。つまりESGのリスクによって、スプレッドは拡大し債券価格は下落する可能性があるという見通しを持っています。第三者機関のスコアは非常に良いスタート・ポイントとはなりますが、さらにそこから深掘りをする必要があると考えています。



ESGを組み入れることを投資プロセスにおいて明確にすることで、アナリストは、経営陣との定例の対話の中でESGの問題に自然と触れることが出来るようになります。ポートフォリオ・マネジャーの視点からは、このツールの役割は、知られていないリスクを探し出すことではなく、新たにESGの進展から、リスクを再評価するという注意喚起になるものであると考えています。

Q4. ESGの進展を理解することによって、担当セクターの投資機会にはどのような影響がありますか。



アンドリウス・イスカス

アナリスト

A4. 私の担当セクターは、紙・パルプです。中南米の紙・パルプ関連企業が直面するリスクと、そこからの投資機会を探るために、環境及び廃棄物管理を追っているというと驚かれる人もいるかもしれません。例えば、中国での公害に対する抗議によって、環境規制が生まれ、それが私の担当するこのセクターの大きな追い風となっています。パルプ価格はこの20年間で最高値となっており、その主因となっているのは東南アジアからの強い需要です。しかし、二つ目の要因を見落としてはなりません。中国でも、パルプへの消費需要が急速に高まっていることで、国内での紙・パルプの生産能力が限界に達しようとしています。こうした事態になっている背景に、中国の環境政策と公害を減らそうという動きによって、ここ数年で何百もの工場が閉鎖されたことがあります。さらに中国は昨年、低品質の紙くずの輸入を禁止し、汚染物質が含まれる水準を厳格化しました。これにより、他のエマージング地域と比較して高品質の製品を提供する中南米の事業者が恩恵を受けることとなりました。

Q5. ESGの分析はアルファ獲得に役立ちますか。



メリー・ルイズ・デ・カマルゴ

アナリスト

Q3. どのようなツールを使って既存の投資プロセスの中に、ESGの分析を取り入れていきますか。



アンソニー・ケトル

シニア・ポートフォリオ・マネジャー

A3. 社内のESGチームが率いる全社的なプロジェクトのなかで、ESG評価ツールを積極的に取り入れてきました。基本的なESG格付けや投資におけるESGスコアを判断するにあたって、このツールは非常に役立っています。また、ESGリスクを測るにあたり、一貫したシステム的なアプローチを取ることが可能です。

A5. はい、役立つと思います。最近の例として、ロシアのよく知られたアルミニウム会社を挙げたいと思います。中長期的にはアルミニウムに対しては前向きな見通しを持っており、この会社はESGの取り組みについて積極的に投資家に説明していたものの、この企業への投資は行いませんでした。その理由は、ガバナンス面で大きな懸念を抱いたからです。同社は、負債について修正を行い、不正においては株主が関与していたという過去を抱えていたことから、2017年と2018年にあった新発債への投資は控えていました。株主の不正によって、4月6日に米国の追加制裁リストに同社は加えられたことで、同社債券を非保有としていたことはアルファの獲得につながりました。

Q6. パフォーマンス獲得という目標達成において、ESGリスクの高いセクターをどのように取り扱うのですか。



アラン・シャウ

ポートフォリオ・マネジャー

A6. エマージング社債のユーティリティ・セクターにおける主要なESGリスクの一つは、化石燃料、なかでも石炭が主力エネルギー源となっていることでしょう。石炭による発電が温暖化や公害につながるというリスクは十分に承知していますが、エマージング諸国の多くの発電が石炭利用を前提としており、経済状況を見ると、短中期的にこの状況がすぐに変わるかは考えづらいです。さらにエマージング社債インデックスで見ると、ユーティリティ企業は8-10%の構成比率を占めており、多くが投資適格債であることから、無視をすることが出来ないセクターとなっています。こうした背景に対して、ブルーベイでは実用的なアプローチを取っています。事業内容の多くが再生利用可能エネルギーもしくはガス燃焼による火力発電であるか、非石炭の火力発電のシェアを構造的に高めていたり、二酸化炭素排出削減や公害に対して積極的な取り組みをしている企業に注力して投資を行っています。

Q7.ブルーベイではエマージング・ソブリン債チームと社債チームが密に連携していると思いますが、ESGについてはどのように協働しているのでしょうか。



ティモシー・アッシュ

シニア・ソブリン・ストラテジスト

A7.最近では金融セクターのアナリストであるアマンド・グレイとESGエンゲージメントで協働しました。東欧・アフリカ・中東地域に拠点を置く国有銀行が、イランに対する米国の経済制裁を破っていたケースがありました。これによって市場からの信頼は損なわれ、同銀行はプライマリー市場にアクセスをすることが出来なくなりました。しかし、強い資金繰りの動機から投資家の信頼を取り戻したいという経営陣の強い意欲で、ESGエンゲージメントの環境は整いました。同行は、独立したコンサルタントを採用し、コンプライアンス面での弱点を評価し、その改善へのアドバイスを求めました。我々はESG面での弱点と改善計画を公表することが市場の信頼を取り戻すための唯一の方法であるとみていました。アマンド・グレイが銀行の経営陣と対話を進めると同時に、私は国有金融機関を監督する副首相にこの解決策について提案をしました。直近の業績発表の電話会議において、同行はコンプライアンス監査の結果を公表することを発表しました。経営陣は監査完了後の監査人からのアドバイスの履行計画についても公表する、としました。ブルーベイではESGエンゲージメントで実用的なアプローチを取っています。それは、①投資家の意見を聞く姿勢を企業及び経営陣が取っていること、②長期的に強い関係を持つ企業と協働すること、③長期的なESG面の利益と短期的な商業的利益を企業と潜在的に投資家にもたらす提案をすること、です。特に国有企業についてはソブリン債チームと社債チームの協働が不可欠であると考えています。

Q8.社内のESGチームとはどの程度関わりがありますか。



スベン・ショルツ

アナリスト

A8.ESGチームは、運用チームにかなりのリソースを提供しています。ESGチームはセクターごとの見通しを毎月提供し、常にサポートしてくれる体制にあります。私からは初めてグアテマラの企業について分析をした時のことをご紹介しますと思います。エマージング社債の分析であまりカバーされていない国で、正直に言えば、グアテマラのことはあまりよく知りませんでした。分析対象となった企業はかなり投資妙味がありそうに見えましたが、地理的な側面からのESGリスクに疑念を抱きました。ESGチームは、グアテマラのソブリンESGコンサルタントからレクチャーを受ける機会を設けてくれました。そのなかで、汚職リスクの高さについて触れられ、地域間の衝突に発展することが多い地権がしっかりとしていないことについても学びました。ここからさらにリサーチを重ねた結果、現地の企業は開発する土地から先住民を退去させるために民兵組織を雇ったことが分かってきました。自分の分析をする企業がこうした行動を取る可能性があるのかは、投資において重要です。当企業の経営陣は農村地域に工場を建設し、将来的に地域の所得の源となるものでした。ESGチームと協働して作成した質問を持って、私は経営陣とのミーティングを行いました。結果的に経営陣は驚くほど協力的で、最終的にこの新工場建設は社会問題に発展することはないだろう、という結論に至りました。さらなる社内での議論を重ね、ターゲットとするスプレッド水準をよりタイトな水準に引き下げました。

Q9.チームとしての次のステップは何ですか。



クラウディオ・ダ・ガマ・ローズ

クライアント担当ポートフォリオ・マネジャー

A9.投資プロセスの中にESGを取り入れることで、今のアプローチから大きく何かが変わることはありません。しかし、まだ始まったばかりの段階であることは認識しており、投資の枠組みを磨き、進化させていく過程にあります。さらにこれを推し進めて行くにあたっては、投資家の方との対話からESGに対するニーズについて学んでいきたいとも思っています。投資の枠組みを進化させていくにあたり、様々な地域で色々な投資家との定期的なコミュニケーションが重要であると考えています。投資家の皆様には今後とも十分に情報を伝えていきたいと考えています。



ディスクレマー

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
一般社団法人 日本投資顧問業協会会員、一般社団法人 投資信託協会会員、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会会員

■手数料等

当社の提供する投資一任業務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。

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

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（ダイレクト・レンディング戦略については、管理報酬その他管理事務に関する費用等が投資先外国籍リミテッド・パートナーシップにおいて）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又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

■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又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

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、当社の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。