



債券投資にESGを適用する

2020年2月

債券投資家は、自らのポートフォリオにESGの原則を適用し始めています。しかし、倫理的なバイアスを持つことによって、パフォーマンスにマイナスの影響が及ぶ可能性はあるのでしょうか。債券投資にESGの原則を取り込む最も一般的な方法と投資ユニバースへの影響を検討いたします。

ESGは時事的な話題から長期的な投資テーマに成長しました。

資産運用業界では、「将来についての考慮」という役割でESGは広く受け入れられており、投資家の疑問点はESGファクターを「取り入れるべきか」という哲学的な視点から、「どのように」実行するかという実用的な視点に移りました。

株式投資においてESGのアプローチは既に確立されていますが、債券投資においてはまだ新しい概念であり、「どのように」という点は、ほとんど未知の領域といえます。



アンソニー・ピカリング
英国&アイルランド ヘッド



ブレア・リード
パートナー兼マルチ・アセット戦略
シニア・ポートフォリオ・マネジャー

債券保有者の声を表出する

債券ポートフォリオにおいてESGを適用するにあたり、先駆的な債券投資家には主に2つの選択肢があります。

まず、ESGをすぐさま適用できる最も簡単な手法の1つが「ネガティブ・スクリーニング」です。投資家のESG評価基準を満たしていない発行体の債券を排除することにより、ポートフォリオを迅速に整理できます。このアプローチは企業活動の短期的な変化を目的としたものではありませんが、問題のある企業や業界から資金調達源を取り上げるためには有効です。

次に、長期的な選択肢として「積極的な債券の保有」があります。これは債券保有者が積極的に影響力を用いて、企業に対してポジティブな変化を促します。炭素の例では、世界で最も炭素を排出しているグローバル企業には背を向けたいと思うかもしれませんが、こうしたグローバル企業は、長期的なESG実行という点で大きな違いをもたらす規模の企業でもあります。

ESGに焦点を当てた投資が債券ユニバースでも定着するにつれて、積極的に債券を保有する戦略が勢いを増し、債券保有者の声により影響力を持つだろうと予想しています。しかし現時点では、ネガティブ・スクリーニングにより、投資家が自らのポートフォリオでESGの見方を即時に示すことができます。

これまでのところ、とても単純な議論だと思います。必ずしも難しくはありません。

投資ユニバースへの影響

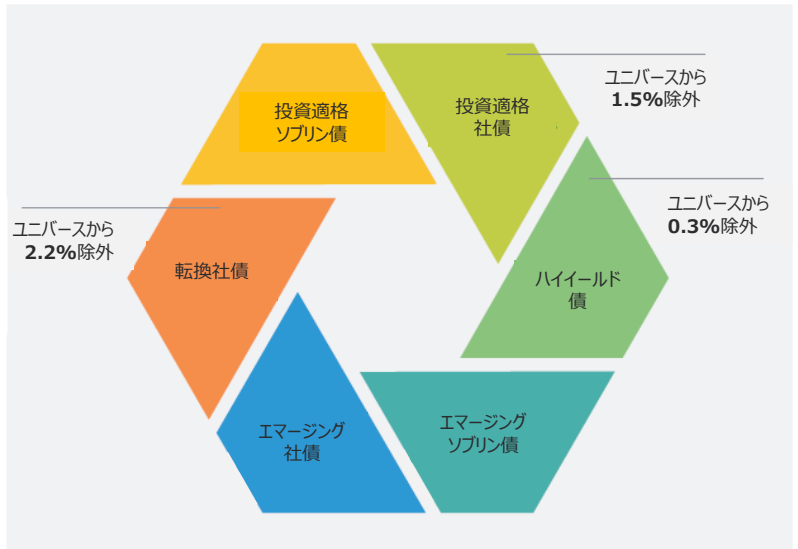
投資ユニバースからある企業を排除することは、倫理とバリューの要因に単にチェック印を付けるだけかもしれませんが、ポートフォリオのリスク調整後の期待リターンには、どのような影響が考えられるのでしょうか。

理論的には、パフォーマンス目標の達成にさほど大きな影響を与えない場合は、わずかな調整で、この投資戦略を即時に実行できるでしょう。しかし、現実はどうでしょうか。

ネガティブ・スクリーニングを用いて企業を除外する場合、投資ユニバースがどのように変化するかを見るために、最もよく議論される4つのセクターを例にしてみます。

1. 問題ある兵器（クラスター爆弾、対人地雷、劣化ウラン弾、生物・科学兵器）

図1：問題ある兵器に関するネガティブ・スクリーニング-投資ユニバースでのおよその除外率



出所: BlueBay Asset Management 2019年9月30日時点

投資家には、これら武器の製造企業を一般的に除外しているケースがありますが、画一的な対応をすれば、予期外に悩ましい結果を招いてしまうことがあります。これらの武器の製造会社の多くは、航空機や潜水艦といった問題のないものも製造しており、問題ある兵器から生じる売上はごくわずかな割合のみです。問題ある兵器を、会社の売上全体5%以下とするといった単純な選別では、セクターの全企業がスクリーニングをめぐり、投資ユニバースに入る可能性があります。

大きな課題は、どこで線引きをするのかということです。

投資を決定する際は、数字だけを基準にするのではなく、倫理面とそれが許容できるのかという点でも考える方が良いでしょう。この場合、ESGの価値をどの程度まで厳格に実行するかを正確に助言できるのは投資家のみです。

考慮すべきもう1つのポイントは、武器製造における監視が十分に行き届いた所で行われているのかという点です。投資家が特定の企業から資金を引き上げ、その結果、最終的に企業が資金調達を出来なくなり、問題ある武器の製造を止めたとしても、この武器が世の中からなくなるわけではありません。誰かがどこかで問題ある武器を常に製造するでしょう。厳格なガバナンスを備えた所で武器が生産されるのか、それとも製造慣行や安全性の監視があまり確立されていない規制のない地域で生産されるのか、どちらが良いのかは考慮に値します。

投資家はこのような疑問点について各々が違う見方を持っていることから、ポートフォリオに微妙な差異ができます。しかし、ブルーベイの分析では厳しいネガティブ・スクリーニングを適用しても、投資可能なユニバースのサイズへの影響は軽微となりました。

ESGに焦点を当てた投資が債券ユニバースでも定着するにつれて、積極的に債券を保有する戦略が勢いを増し、債券保有者の声により影響力をもつだろうと予想しています。

2. タバコ

伝統的に単一製品に特化した産業として、タバコ関連企業を除外することは、問題ある兵器関連の企業を除外することよりも容易だと考えています。

特に複雑な問題をもたらすものは、小売業者の扱いです。もしこれも対象にするなら、タバコ販売に関する売上げの比率をどの程度に設定するのがよいでしょうか。これも投資家次第ではありますが、実際には、ほとんどの小売業者の売上げでタバコ販売が占めている割合は小さなものです。そして、小売業者の多くは売上げの内訳をそれ程詳しく開示していません。非常に厳しいスクリーニングを行っても、投資ユニバースから小売業者が除外される可能性は高くないというのが現実です。

ちなみに、投資ユニバースからタバコ関連企業を除外しても全体的な影響は軽微だという結果が出ました。タバコ会社は投資適格債とハイ・イールド債の非常に大きな、分散された投資ユニバースにあるからです。

3. ギャンブル

ギャンブル関連企業を除外する際の複雑さは2つあります。まず、カジノは多くの場合、マカオやラスベガスなどの特定地域にあり、地理的な分散という点での問題が想定されます。さらに、これらのカジノは、国際的なホテルチェーン内に含まれていることが多くあります。ネガティブ・スクリーニングを検討する際、投資家はこうした問題に直面します。包括的なスクリーニングを適用して、世界最大のホテルグループの一部を除外するのか、それとも、ある程度の柔軟性を持たせるために、売上げの5%といったような相対的スクリーニングを適用するのがよいのでしょうか。

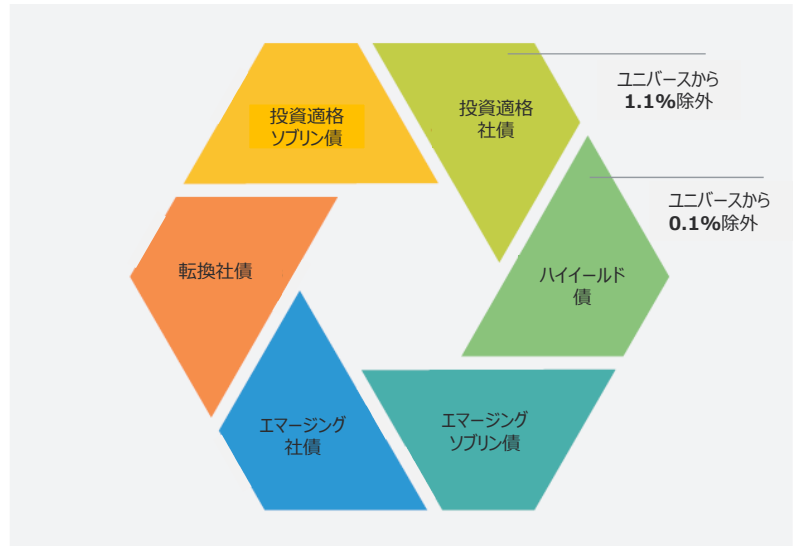
エマージング社債を除き、ギャンブル関連企業の除外は投資ユニバースに比較的軽微な影響に留まりました。但し、エマージング社債ではユニバース全体の5%に及びました。

4. 化石燃料

通常の投資ユニバースで大きな比率を占めることから、化石燃料に関連する企業については、どの企業を含む/除外する、ネガティブ・スクリーニングに関する売上げをどこで線引きするか、といった多くの問題が出てきます。化石燃料に関する企業を適切に除外する線引きについて、現在検討が進められています。

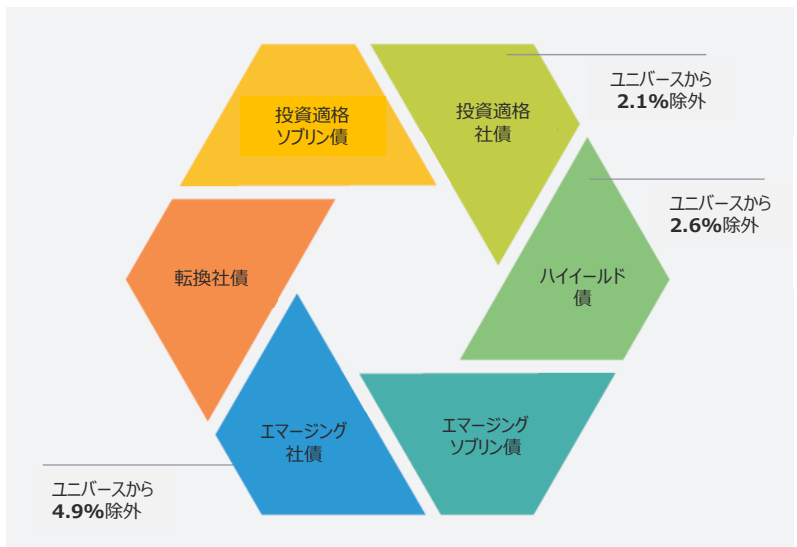
排水水準から企業をランク付けする「Climate Action 100+」、「Coal 100 Underground」、「Tar Sands 20」といったエンゲージメント・リストの急増により、どこに焦点があるのかがよく分かります。しかし、各々のリストは独自の基準を持っているため、ネガティブ・スクリーニングのための普遍的なアプローチはありません。

図2：タバコに関するネガティブ・スクリーニング-投資ユニバースでのおよその除外率



出所: BlueBay Asset Management 2019年9月30日時点

図3：ギャンブルに関するネガティブ・スクリーニング-投資ユニバースでのおよその除外率



出所: BlueBay Asset Management 2019年9月30日時点

グローバル・サプライチェーンという問題もあります。炭素は、産業やセクターに関係なく、全てのサプライチェーンの廃棄物であるため、どの企業を含む/除外するかについて明確にしなければならず、この判断は投資家次第と言えます。

石炭は気候変動に最も大きく影響を与えているため、石炭産業は通常、最初に選別されるサブ・セクターとなります。選別を行うためのアプローチが複数あり、その中でも「売上げでの閾値」というアプローチが最も一般的です。

特に複雑な問題をもたらすものは、小売業者の扱いです。もし対象にするなら、タバコ販売に関する売上げの比率をどの程度に設定するのがよいでしょうか。

一般的に、これまで見てきた3つの産業と比較して、化石燃料という観点は投資ユニバースのサイズに顕著な影響があります。燃料炭に対してブルーベイが設定している水準である、例えば売上げの30%を用いれば、エマージング社債のユニバースの10%程度が除外される結果となりました。

何とか管理できる程度のリターン差になるとは思います、見過ごせるものではないでしょう。

ボトムライン

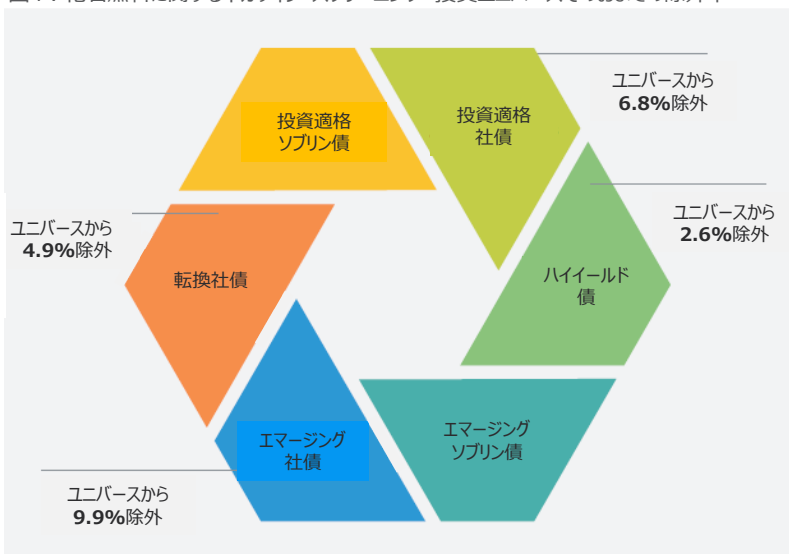
債券市場の規模と範囲の大きさから考えて、ESGでの選好を重視しても、投資ユニバースが狭まることで起こるマイナス効果を取り戻す機会は十分にあると考えています。

債券保有者にとって、ESGを導入する過程はまだ初期段階かもしれませんが、ESG債券投資の方向性は明確であり、その勢いは増し始めています。債券専門のESG実践手法が開発されるにつれて、債券保有者の影響力が大きくなり、ESGはもっと一般的になり、よりインパクトが増していけると予想しています。

協働することで債券保有者の集団的な力が増し、やがて投資対象からの排除よりもエンゲージメントが、ポートフォリオ構築のための最初の出発点となるでしょう。

今のところ、資産クラスの豊富なユニバースと柔軟で慎重な投資アプローチにより、投資家はパフォーマンスに悪影響を与えることなく、最もESGの点で劣悪な企業を回避するバリュー主導型のポートフォリオ構築アプローチを実行できると考えています。

図4：化石燃料に関するネガティブ・スクリーニング投資ユニバースでのおよその除外率



出所: BlueBay Asset Management 2019年9月30日時点

表1：ネガティブ・スクリーニング要約

	投資ユニバースにて除外されることの影響	最もインパクトのあるアセットクラス
問題のある兵器	軽微	転換社債 ユニバースの2.2%
タバコ	軽微	投資適格社債 ユニバースの1.1%
ギャンブル	軽微	エマージング社債 ユニバースの4.9%
化石燃料 (石炭)	軽微	エマージング社債 ユニバースの9.9%

出所: BlueBay Asset Management 2019年9月30日時点

ディスクレーマー

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、第二種金融商品取引業協会会員

また当社が対象事業者となっている認定投資者保護団体はございません。

<苦情・紛争連絡先> 特定非営利活動法人証券・金融商品あっせん相談センター 電話 0120-64-5005（フリーダイヤル）

■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のようになります。

エマージングソブリン債戦略：年率 0.80%（税抜） / エマージング社債戦略：年率 1.00%（税抜） / エマージング総合債券戦略：年率 0.60%（税抜） / エマージング短期総合債券戦略：年率 0.60%（税抜） / エマージング債アンコンストレイント戦略：年率 1.00%（税抜） / ハイ・イールド債/ローン戦略：年率 0.70%（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 0.75%（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% / レバレッジド・ファイナンス・トータル・リターン戦略：年率 0.75%（税抜）

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き、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ござい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。