

社債投資における ESG インテグレーション

公益財団法人年金シニアプラン総合研究機構
特任研究員 三木隆二郎 (CFA)

目次

- 序
- 1. 株と債券で異なる ESG インテグレーション
 - 1-1 ESG 投資の概観
 - 1-2 ESG インテグレーションとは何か
 - 1-3 ESG インテグレーションにおける株式と債券の比較
 - 1-4 株式における ESG 要因の分析
 - 1-5 債券における ESG 要因の分析
- 2. GPIF の世界銀行グループとの共同研究
- 3. CFA Institute が刊行したガイダンスで紹介された社債投資事例
 - 3-1 Breckinridge Capital Advisors
 - 3-2 Hermes Investment Management
 - 3-3 Insight Investment
 - 3-4 MAN GLG
 - 3-5 PIMCO
 - 3-6 ROBECO
 - 3-7 UBS-AM
 - 3-8 ケースから読み解く、我が国社債投資家へのインプリケーション
- 4. CFA Institute が刊行した APAC レポート

尚、文中の意見に亘る部分は筆者の個人的意見であり当機構のものではない。

【要旨】

日銀の金融緩和が長期化し、JGB の金利低下による減収の代替としての社債投資が盛り上がりを見せている。GPIF は 2018 年に投資原則を改訂し、ESG を考える投資対象として株式だけでなく、社債を含めたすべての資産クラスにおいて ESG を考慮した運用をするよう委託先運用機関に対して求めている。また GPIF は世界銀行グループと債券投資における ESG の考慮について共同研究を進めて、2018 年 4 月に報告書を発表した。他方、CFA Institute が 2018 年に公表した “GUIDANCE AND CASE STUDIES FOR ESG INTEGRATION: EQUITIES AND FIXED INCOME” は、CFA Institute が PRI と共に株式と債券運用のベストプラクティスとしてのケーススタディをまとめたガイド

ンスであり、社債運用者にとってはまさに手引きになる出版物で自社モデル開発の実務に役に立つものである。ただし、このガイダンスは 30 以上のケーススタディから成り、分厚いものでなかなか実務者が読みこなすことは困難である。

そこで本レポートでは、初めに株と債券で異なる ESG インテグレーションについて概念の整理をした上で、GPIF の世界銀行グループとの共同研究を紹介し、CFA Institute が刊行したガイダンスで紹介された事例を簡単に紹介した上で、そこから読み解くことが出来る、我が国社債投資家へのインプリケーションを探る

序

日銀の金融緩和が長期化し、JGB の金利低下による減収の代替としての社債投資が盛り上がりを見せている。FRB が金融緩和的な姿勢に転じたのを受けて金利環境が安定すると見た多くの日本企業による公募社債の起債が前年同月比で 9 割も増え、2 年 7 か月ぶりの水準となっている（注 1）。また、国内の企業年金基金が国内株式の保有比率を下げている昨年度末には初めて 1 割を割り込んだ（注 2）。一方、M&A に成長の活路を見出したい企業の大型起債に、少しでも利回りを得たい国内の機関投資家が飛びつく、という傾向も見られる（注 3）。

GPIF はユニバーサル・オーナーかつ超長期投資家として、負の外部性を最小化する為に ESG を考慮することが不可欠だ、という論を従来から繰り返している。GPIF は 2018 年に投資原則を改訂し、ESG を考える投資対象として株式だけでなく、すべての資産クラスにおいて ESG を考慮することで、被保険者のために中長期的な投資収益の拡大を図ると表明して、他の資産についても ESG を考慮した運用をするよう委託先運用機関に対して求めている。

そして GPIF は世界銀行グループと提携し、債券投資における環境・社会・ガバナンス（ESG）の考慮について共同研究を進めて、2018 年 4 月に世界銀行グループの春季会合において報告書を発表している（注 4）。その報告書では、ESG の要素を債券投資の運用プロセスに統合することが、リスク管理の強化につながり、より安定した投資リターンに貢献し得ると指摘している。

しかし債券の価格を決めるのは主として市場金利であって運用する立場からすれば、ESG 要因をその自家インハウスモデルに取り込むことに対して従来は多くの運用機関でためらいがあった。これまで ESG インテグレーションにおいて株式が債券に先行してきたのにはそれなりの理由があるのである。その中で今回の GPIF の報告書は委託先運用機関には重く受け止められており「債券でも ESG 要因を考慮せねばならない」という切迫感を特に日本の運用機関に持たせるのには十分なインパクトが

あった。ただ債券運用に ESG 要因を統合されると言われる投資手法はまだその揺籃期にあり、「実際のところ、いかにして ESG データを投資分析に統合するか」という点につき、運用関係者の実務に役立つ手引書が求められている段階である。

このような外部環境の中、2018年にCFA Instituteが公表した“GUIDANCE AND CASE STUDIES FOR ESG INTEGRATION: EQUITIES AND FIXED INCOME”(以下、ガイダンス)(注5)はPRI(国連責任投資原則)と共に株式と債券(社債とソヴリン)運用のベストプラクティスとしてのケーススタディをまとめたものであり、社債運用者にとってはまさに手引きになる出版物で役に立つものである。ただし、このガイダンスは30以上のケーススタディから成り、169ページも上る分厚いもので、同プロジェクトでは更に世界を3地域に分けた地域レポートも発行(各160pほど)している。

本レポートでは初めに株と債券で異なる ESG インテグレーションについて概念の整理をした上で、GPIFの世界銀行グループとの共同研究を紹介し、CFA Instituteが刊行したガイダンスから読み解くことが出来る、我が国社債投資家へのインプリケーションを探り、最後にAPACレポートを概観してみたい。

1. 株と債券で異なる ESG インテグレーション

1-1 ESG 投資の概観

サステナブル投資という言葉がある。その定義はJSIF(Japan Sustainable Investment Forum)によれば「投資分析や投資ポートフォリオの決定プロセスに、環境、社会、ガバナンス(ESG)などの課題を勘案し、投資対象の持続性を考慮する投資」(注6)とされている。ESGの課題を勘案するという意味でESG投資手法はその概念に含まれている、もしくはほぼ同義ととらえられている。

そのサステナブル投資残高を毎年調査しているJSIF(Japan Sustainable Investment Forum)はGSIA(Global Sustainable Investment Alliance)の日本におけるメンバー組織であるが、サステナブル投資の運用手法別の残高を毎年発表している。その2018年のわが国機関投資家によるサステナブル投資残高に関するレポート(注7)の分析によると：

我が国のサステナブル投資残高は約232兆円と前年比1.7倍となった

- (ア) 残高増加要因は調査回答機関増
- (イ) 推計値加算方法への切替
- (ウ) 従来から取組んでいた運用機関による積み増し

資産クラスごとに見ると

(ア) 日本株	約 137 兆円	(前年比 130.8%増)
(イ) 外国株	約 80 兆円	(152.8%増)
(ウ) 債券	約 29 兆円	(57.9%増)
(エ) PE	約 0.3 兆円	(48.0%増)
(オ) 不動産	約 5 兆円	(73.9%増)
(カ) ローン	約 10 兆円	(192.1%増)
(キ) その他	約 5 兆円	(0.9%減)

内外株式のサステナブル投資が本格化した一方、額は小さいローンの伸び率が最も高く、債券、PE、不動産はまだこれからというところである。グローバルに見ると PRI 署名機関によるサステナブル投資のカバレッジでは上場株式が 99%であるのは当然としても債券も 91%と大差ないところまで迫っているのに比し、我が国の取組みはまだまだこれからということが読み取れよう。

残高を構成する運用手法には 7 つある：

(ア) ESG インテグレーション	(前年比 182.8%増)
(イ) ポジティブ (ベスト・イン・クラス) スクリーニング	(4.0%減)
(ウ) サステナビリティ・テーマ型投資	(14.6%増)
(エ) 議決権行使	(140.0%増)
(オ) エンゲージメント	(59.9%増)
(カ) ネガティブ・スクリーニング	(21.1%増)
(キ) 国際規範に基づくスクリーニング	(32.2%増)

残高で比較すると (オ) エンゲージメント (約 141 兆円)、(エ) 議決権行使 (132 兆円)、(ア) ESG インテグレーション (122 兆円) の順だが、伸び率で言うと (ア) ESG インテグレーションが他を圧して多くなっている。

1-2 ESG インテグレーションとは何か

ではこの「ESG インテグレーション」とは何か。ESG にまつわる議論はともすると、定義が異なるので要注意である。JSIF の定義では「通常の運用プロセスに ESG 要因を体系的に組み込んだ投資」とされている。

CFA Institute の定義では「投資分析や投資意思決定に ESG 要因を明示的かつ体系的に含めること」となっており、ESG 要因と伝統的な財務要因からなるマテリアルな要因を見つけ出し評価して投資意思決定を形作るような、投資分析の全体観的手法であるとしている。「ESG インテグレーション・フレームワーク」とは実務家が同業他社の ESG インテグレーション・テクニックを分析し自社に適したテクニックを見つけ出すために参照するものである。

「何に」「何を」「どう統合するか」と考えると、「投資分析や投資意思決定」(財務分析)に「ESG 要因」を「明示的かつ体系的に」統合する、となる。このどう(どの段階で)統合するか、にはやや抽象的に思えるが、あらゆる資産クラスに共通した定義なので、逆に言えば具体的な手法には幅があり自由度があるとも解される。つまりどの段階で統合するか(ア)企業価値評価の段階、(イ)ポートフォリオ構築の段階、いずれであっても ESG インテグレーションと呼ぶことには変わりないというわけである。

では逆に「何が ESG インテグレーションではないのか？」という問いに対し

- ・あるセクター、国、企業への投資の禁止
 - ・ポートフォリオ・リターンが ESG インテグレーション・テクニックで犠牲になるということ
 - ・マテリアルでない ESG 要因が投資意思決定に影響を与えること
 - ・投資プロセスに大幅な変更が必要となること
- とされている。

つまりあるセクター、国、企業への投資の禁止をするわけではない。また、ESG インテグレーションをネガティブ・スクリーニングと同一視するのは誤りである。さらにはポートフォリオ・リターンが ESG インテグレーション・テクニックで犠牲になると考えるのも誤りである。

ESG インテグレーションのよいところは、もし、ESG 情報を分析していなければ見つけられなかったであろう、リスクを下げてリターンを上げる機会を見つけるところにある。

ESG インテグレーションのもう一つのカギを握る要素は重要性、つまりマテリアリティである。そのマテリアリティはセクターや国ごとに定まる。また、あるセクターに関連するマテリアルな ESG 課題はその当該セクター全ての企業に当てはまるわけではない。

もう一つ大事なものは投資期間である。ESG インテグレーションを行う社債投資家は長期投資家であることを前提としている。つまり短期であれば ESG インテグレーションで重視される ESG のリスクは発現しない可能性もあるから、期間の概念は ESG インテグレーションを考えるうえで重要である。

さらに、投資プロセスに大幅な変更が必要となる、と考える社債投資家も多い。確かに投資家によってはヴァリュエーションの新モデルを作るが別の投資家は既存のモデルに ESG 情報を流し込むだけで、十分 ESG インテグレーションをしていると宣言することは可能である。

1-3 ESG インテグレーションにおける株式と債券の比較

ESG インテグレーションに関わる運用関係者に対して 2017 年から 2018 年にかけて CFAI と PRI がグローバルで行った調査によれば、債券投資の実務家は株式投資に比し、ESG インテグレーションをそれほど使っていない（注 8）。

	株式	債券
ガバナンス	56%	42%
環境	37%	27%
社会	35%	27%

ガバナンス、環境、社会の各要因別に見ると、株式と債券に共通してガバナンスが最も高い比率で ESG インテグレーションに使われている。

資産クラス別に見ると、一般的に債券より株式の方が ESG のガバナンス、環境、社会の影響をより強く受けると考えられている。その理由は：

- ・ 株式の方がニュースや市場のセンチメントに反応しやすい
- ・ 株式市場の方が流動性が高く（特に社債市場に比し）ボラティリティが大きい
- ・ ESG マンデートで株式の方が債券より大きい
- ・ 債券価格の上げ幅には限界がある
- ・ 金利やインフレーション要因の方が ESG 要因より大きな影響を持つ
- ・ 債券市場の多様性（市場規模が大きく投資商品、満期、発行体が様々）であり ESG 要因が発行体に与える影響にも差がある
- ・ 債券投資家には議決権がない為、経営層に効果的にエンゲージメントが出来にくい。ソヴリン債券はなおさらである。
- ・ 社債とソヴリン債を比較すると社債の方が ESG 論点の影響を受ける

1-4 株式における ESG 要因の分析

従来の株式分析で ESG 要因を組み込むための典型的な手法は、自社運用機関内部の ESG 情報に加えて外部から購入する ESG 評価機関からのデータにより合成した自社固有の ESG スコアを自社の投資先に付すやり方である。中には ESG に特化したミーティングを催し当該企業業績及び当該企業やセクターの投資パフォーマンスへの ESG 要因の影響を議論するところもある。

これまではこのように ESG インテグレーションをファンダメンタルズ分析に関連付けていたわけだが、最近では定量的スマートベータ戦略として自社ヴァリュエーション・モデルに ESG 要因を組み込み、投資判断に統合する運用機関も多くなってきている。これは ESG データがかなり普及してきたことで統計的に正確性を増し比較可能性も高まったことに伴い、より多くの定量分析マネジャーが ESG 要因と価格の動

きの中の相関を見出すために統計的テクニックを使えるようになっており、アルファを生み出しリスクを低減させられるようになってきているからである。

ESG インテグレーションを行う定量分析マネジャーがヴァリューやサイズ、モメンタム、成長やボラティリティといった他の要因と合わせ ESG 要因を自社定量モデルに組み込んだモデルを構築し、その結果、ESG 要因によってはウェイトがゼロにまで調整するところもあれば、そこまではせずウェイト調整にとどめる運用機関もある。

バイサイドもセルサイドも今や、重要な ESG 要因及び伝統的なファンダメンタルズ要因が当該企業のヴァリュエーションにどのような影響を与えるか各社各様に工夫している。具体的には「売上、運営費用、マージン、支払金利前税引前利益(EBIT)マージン、簿価、減損、資本支出、ベータと割引率」と言った項目を ESG 要因により調整している。

中には ESG 要因を反映し企業ヴァリュエーション・モデルのベータや割引率自体を調整する実務家もいる。このテクニックは理想的だが、どうしても恣意性が入りがちで、投資先企業のヴァリュエーションに組み込むことは困難である。

先に触れたどの段階で統合するか、という点では二つの可能性がある：

(ア) 企業価値評価

企業を個別に見ているアナリスト各人がそれぞれ行う：

- i) 「マルチプル法」で評価対象企業の PBR や PER を ESG 評価に応じて調整する。この場合に問題となるのは調整の妥当性を証明できるか、という点である。
- ii) 「DCF 法」CF 予想値に ESG 要因を反映させる。この場合には定性情報を定量情報へどう変換するか、資本コストの推定、ターミナルヴァリューに ESG 要因を反映させるか、妥当な調整幅をどう決めるか、が課題となる。

(イ) ポートフォリオ構築

ESG 専担チームが企業価値評価とは独立して行う：

この場合は外部 ESG 評価機関の ESG スコアやレーティングを購入し、内部アナリストによる企業価値評価と掛け合わせて「自社レーティング」を付けてポートフォリオ構築するが、なぜ ESG 評価を付け加えるのか、ESG 評価を勘案することで何を得られるか、顧客に説明できないと「よそでやっているから」としか見られかねないリスクがあるので注意が必要である。

1-5 債券における ESG 要因の分析

債券投資においてはマクロ経済要因や金利、流動性といったファンダメンタルズで

価格が決まる。従って、信用リスク、金利リスク、イールドカーブリスクや流動性リスクなど重層的な分析が求められるわけだが、これら変数が多様なので、そのファンダメンタルズに対して ESG 要因が如何にして債券価格に影響するか、が吟味されなければならない。社債投資の実務から言って ESG 要因は信用リスク分析には重要だが、金利リスク、イールドカーブリスクや流動性リスクには影響がないと考えてよい。

社債投資における重要な ESG リスクは株式だろうが社債だろうが同じである。マテリアリティを判断する枠組みは社債と株式の実務家に共有されてよい。ただし、マテリアリティを判断する枠組みは同じでも当該企業の ESG 調査を自社の信用リスク分析に使う場合に株式と異なるのは、債券の満期までの期間に配慮する必要がある点である。ESG 要因の長期的な特質から、5 年債では発現しない ESG リスクがあるとすれば投資しても大丈夫ということもありうるのである。信用リスク分析では ESG 要因が企業の返済能力に影響を持つかどうかを見積もる。一般的なアプローチでは第三者の ESG スコアか自社の ESG スコアが伝統的な信用分析と共に使われる。

社債投資の現場では従来、同じ運用機関の株式分析で使っていたマテリアリティを判断する枠組みや ESG 分析テクニックを応用していたが、最近はその社債運用プロセスや分析に ESG 要因を統合するために、社債投資手法を完全に改造するようになってきた運用機関もある。

たとえば ESG 要因の影響度合いをポートフォリオ構築過程で定量化してファンダメンタルズ分析に統合するという手法である。ESG 要因の影響度に応じてポートフォリオに占めるセクターや企業の重みを調整するというものである。このようなファンダメンタルズ信用分析の過程において、信用分析で用いられる諸指標が ESG 論点により調整されて、当該企業の信用度が上向きか下向きか、その結果として信用格付や信用スプレッドへの潜在的な影響度が判断されるのである。

ソヴリン債における信用分析において ESG インテグレーションの実務は社債に比しそれほど普及していない。これは ESG の課題をいかにしてソヴリン債に統合するか、運用者の間で理解が不足しているのも一因である。また、ソヴリン債発行国に関する ESG データ、特に環境データの情報が手に入りにくいのでさらに難しくしている。ESG の課題でソヴリン債の価格に影響を与えている事例としては、たとえば腐敗の程度と負債返済意思に係りがあるのではないかと信じる投資マネジャーがその関係性を当該国の信用格付見通しを調整する根拠として使用しているケースもある。

地方債券の投資において、ESG インテグレーションはガバナンスが重視されてきた。ガバナンスで見るポイントは財務報告の透明性や予算実務の健全度合い、調達資

金の使い道である。また地方債券を発行する地公体の目的が環境、社会的ニードに寄り添っていればいるほど、返済可能性も高いとも信じられてきた。

ストラクチャー信用分析において、モーゲージ担保証券等でいかに ESG 要因を体系的にインテグレーションするべきかはまだ考え始めたところという運用機関が多い。ESG データがカバーしていないストラクチャー債券も多い。

2 . GPIF の世界銀行グループとの共同研究

2017 年 10 月 11 日に年金積立金管理運用独立行政法人 (GPIF) と世界銀行グループが、様々なアセットクラスでの ESG 投資を促進し、サステナブル投資分野への資金量を増加させるためのパートナーシップを締結したと発表した。第 1 弾として、株式に比し遅れている債券運用での ESG 投資を促進させるとし、その内容としては、債券運用のためのベンチマーク、ガイドライン、格付手法、公表の枠組み、報告の雛形、リスク分析など、実務的な課題に関する共同研究を行う、とされた (注 9)。

GPIF 高橋理事長は「今回の共同研究は、グリーンボンドやソーシャルボンドに限らず、一般的な国債や社債も含めた幅広い債券を対象に、ESG を考慮することによる投資機会、制約、解決策などを分析する先駆的な試みです。」とその時のプレスでは述べ、期待のほどをうかがわせた。

その報告書が 2018 年 4 月 20 日に発表された世界銀行グループ・GPIF 共同研究報告書「債券投資への環境・社会・ガバナンス (ESG) 要素の統合」である。

ESG の要素を債券投資の運用プロセスに統合することが、リスク管理の強化につながり、より安定した投資リターンに貢献し得ると指摘している。また一部の投資家では、ESG を債券リスク分析の一部としてみるだけでなく、ESG と「インパクト」投資を統合させる動きもみられるとしている。ただ債券投資における大きな制約もあり、一層の普及を妨げている課題を以下のように数多く挙げている:

- i) ESG についてはまだ標準的な定義が確立されておらず、特に「社会」(S)の分野に関しては 様々な見解がある。
- ii) データについては、精度が高まりつつあり、情報源も多様になっているものの、新興国市場を中心にまだ十分とはいえない。
- iii) 発行体 (特に国債の発行体である政府) とのエンゲージメント (建設的な対話) の推進が難しい
- iv) 信用格付や債券指数において ESG が果たす役割が不明瞭

- v) 株式と比べて乏しい債券指数の選択肢
- vi) 特定の ESG に焦点を絞った投資商品の不足
- vii) グリーンボンド市場に関しては、供給に対する需要過多の問題

GPIF の貢献がどこにあるかということ、2018 年 4 月 3 日にワシントンで世銀と共同でワークショップを開いたところに主としてあるようである。海外メディアの IPE によると、本報告書は、グリーン・ファイナンスやインフラ投資を専門とする独立コンサルタントの Georg Inderst と世銀でファイナンス・セクター・スペシャリストを率いる Fiona Stewart によって半年で書かれたものである(注 10)。

また、インパクト投資に触れていることもあってか、海外メディアでインパクト投資のニュースを配信している IMFINO NEWS によると、本報告書の執筆者は、世界中のこれまでの既存の調査を調べた上で、ESG 債券運用をリードする機関投資家や運用機関、ESG データ・プロバイダー、格付会社や規制当局など計 36 社へのインタビューをしたという(注 11)。

「共同研究」と銘打ってはいるものの、実態としては GPIF が世銀に調査委託をした報告書のように見える。当初高橋理事長が表明した「国債や社債も含めた幅広い債券を対象に、ESG を考慮することによる投資機会、制約、解決策などを分析する先駆的な試み」という意味では、少なくとも社債投資の実務家にとってはやや不満の残る出来栄えなのではないだろうか。何故なら債券投資における ESG インテグレーションを実践する上での課題の指摘に多くのページを割き、それをどのように乗り越えるべきか、その解決策についての示唆があまり多くないからである。

これまでの ESG インテグレーションに関する学術的研究が株式に比しさほど多くないこともあり、債券における ESG 要因の分析で成果を出している事例は多くないにしても「解決策を分析する先駆的な試み」というには不十分であろう。たとえばインパクト投資の事例はあるものの、ポートフォリオが環境や社会における特定の事象に与えるインパクトをどのように測定していて、さらに進んで SDGs とどのように関連づけられているのかが具体的にイメージ出来ないのは残念である。

これを CFAI が PRI と共同で調査し 1 年半かけて 30 を超えるケーススタディを執筆した社債運用実務担当者によってまとめられたガイダンスと比較する：

- ・世界の 1100 人の運用プロフェッショナル(ほぼ CFA)を調査対象としたサーベイ
- ・PRI と共同で開催した世界主要 17 市場での 23 回のワークショップ(東京では 2018.1.15)
- ・実務家等へのインタビュー

- ・ブルームバーグの ESG 企業開示スコアの分析
- ・PRI レポート枠組みからのデータ参照

こちらはあくまで社債投資家の実務に役立つガイダンス、つまり手引書を目指して編集されているので、社債投資における ESG インテグレーションの課題の指摘に留まらず、先ほどの GPIF と世銀の共同研究で指摘された課題で言えば、たとえばエマージング市場債券に関する ESG データの不整備について困難な状況の中でどう対処しているか、という解決策の事例が CFAI の選んだベストプラクティスとして紹介されている出版物であり、次節でその社債部分についてだけ取り上げて 7 つの事例を紹介する。

3 . CFA Institute が刊行したガイダンスで紹介された社債投資事例

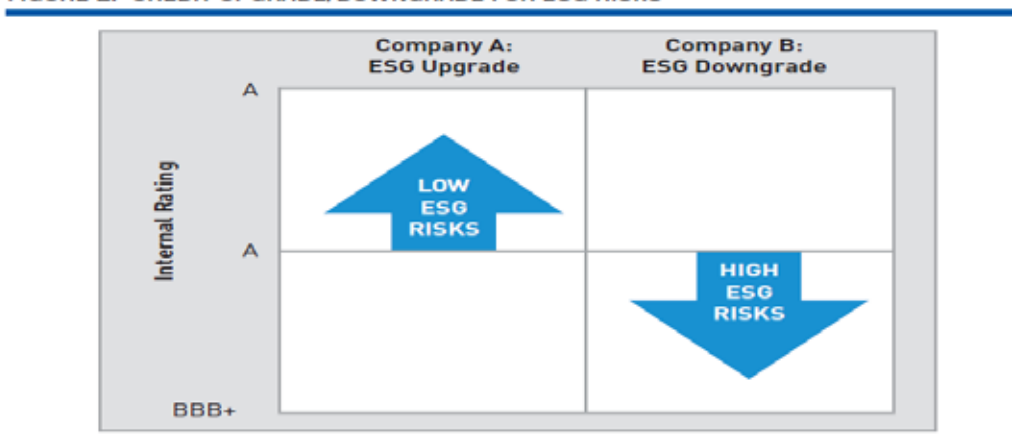
ガイダンスには株式のケーススタディが 20 あるのに比し、社債は 7 ケースにとどまる。社債投資に ESG インテグレーションはまだまだ揺籃期であるという現状を反映しているが、ガイダンスにある社債投資のケースの概要を解説する。尚、我が国の運用機関は株式では一社の事例が取り上げられているが、債券では社債・ソヴリン債・地方債・証券化商品の都合 13 ケースには取り上げられていない。

3-1 Breckinridge Capital Advisors

FIGURE 1: HOW ESG IS INTEGRATED INTO BRECKINRIDGE'S CREDIT RESEARCH PROCESS



FIGURE 2: CREDIT UPGRADE/DOWNGRADE FOR ESG RISKS



出典：ガイダンス p103

Breckinridge Capital Advisors 社では、重要な ESG 課題にうまく対処する企業は同業他社より業績パフォーマンスが良いという 2015 年の学術的な研究を参考に行っている（注 12）。従い、社債発行体の経営力を重視しており、マテリアリティの高い ESG 課題に対する経営力の如何によっては、経営力のなさ自体が信用リスクになるとみなしている。社債と地方債では 2011 年から ESG 要因をファンダメンタルズ分析に統合している。ESG インテグレーションで重視するのはエンゲージメントによって得られる情報であり、その情報は ESG インテグレーションに織り込まれる。

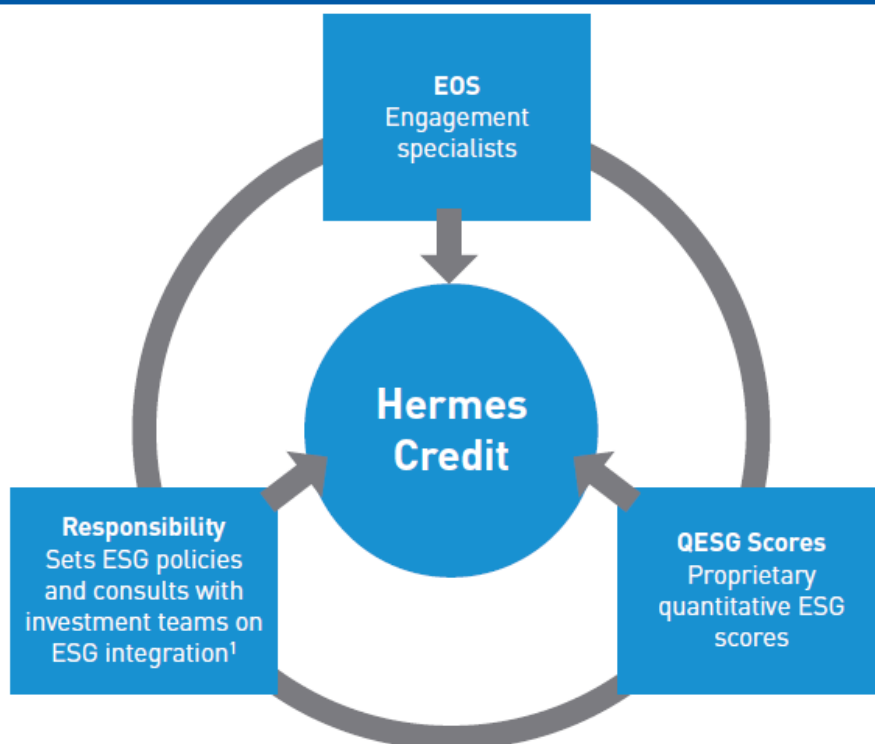
ESG 分析は定量スコアと定性調査から成り立っている。ESG 定量スコアは外部の ESG 調査会社や他の第三者からのデータを自社フレームワークに取込んで算出している。定性調査は各アナリストが社債発行対企業の統合報告書にある、持続可能な ESG 方針をレビューした上でエンゲージメントからの知見も考慮する。その上でアナリストが ESG 定量スコアと定性調査を勘案して内部格付を定める。マテリアルな ESG かどうかを決める同社の基準は SASB が開発した基準をよりどころにしている。

たとえばソフトドリンク企業の分析ではヴァリュー・チェーン全体（サプライ・チェーン、企業の製造工程、廃棄物処理）の ESG パフォーマンスを見る。ソフトドリンク業界では水が鍵を握るので、水の安定供給の確保の努力が ESG の強みと信用力の強みにもなる。その ESG パフォーマンスが当該企業の強さに釣り合った内部格付になるというわけである。

同社の ESG インテグレーションは信用調査プロセスの自然な進化だったといえる。同社は ESG を信用調査の工具箱のもう一つの道具とみなし、発行体企業の質と性格をよりよく理解するのに使用している。結局、同社では ESG インテグレーションをより広範なリスク評価をもたらす道具とみなしており、従来以上に慎重な投資をするための手段と考えている。

3-2 Hermes Investment Management

FIGURE 1: HERMES CREDIT'S INVESTMENT APPROACH



Source: Hermes Credit.

出典：ガイダンス p107

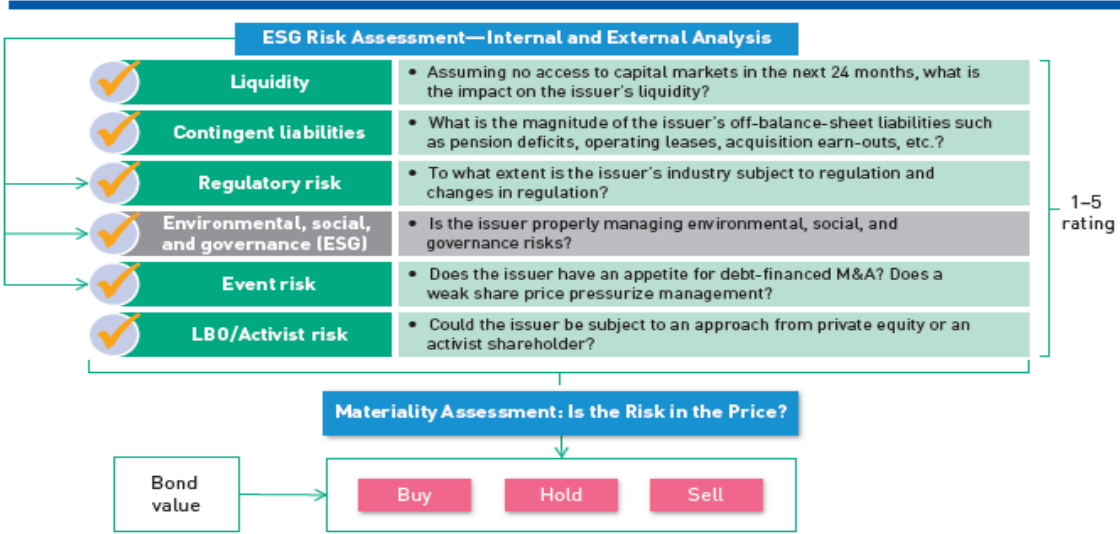
Hermes Investment Management社はエンゲージメントのスペシャリストとして有名な運用機関である。ESGの良い企業の資本コストは低くなる傾向だというのは信用力に投資する投資家には重要な意味合いを持つ。逆にESGパフォーマンスのひどい企業は傾向として資本コストが高くなる、というのも企業の財務パフォーマンスの足を引っ張る外部性からくる、より多くのリスクにさらされているからだ。同社では事業および財務リスクの分析に加えてESG要因も考慮する。ESGについて最善の情報を取り入れて決断をするにあたり、以下のいくつかのインプットに信頼を置く：

- ・責任投資チームが有する会社としての方針、アプローチや投資の道具
- ・投資対象企業のESGパフォーマンスの全体評価の良いスナップショットとしてのQESGスコア（同社固有の定量的ESGスコア）の活用
- ・QESGスコアは同社のHermes Equity Ownership Services(EOS)のエンゲージメント・チームからもたらされる情報
- ・QESGスコアが示すインプライド・スプレッドと実際のスプレッドとの比較
ESG統合の実際のケースとしてPetroleos Mexicanosを見てみよう：

Petroleos Mexicanos のケース...同社の労働安全トラックレコードが産業平均以下で過去に石油のこぼれや漏れを頻繁に起こしていた。こぼれや漏れは罰金を支払うことにつながり生産低下をもたらすので会社のキャッシュフローに悪影響をもたらす。そこで ESG に焦点を絞ったエンゲージメントを行うことを決めた。エンゲージメントを行った結果改善が見られたので、ESG 格付を引上げ、同社の債券の持ち高を増やした。その後同社の債券は指数をアウトパフォーマンスした。

3-3 Insight Investment

FIGURE 1: INSIGHT INVESTMENT'S RISK CHECKLIST



Source: Insight Investment. For illustrative purposes only.

出典：ガイダンス p111

投資家によっては「責任投資」と「ESG」を同義として使っている。しかし Insight 社では責任投資は ESG 課題にのみ焦点を当てるものよりもずっと幅広いアプローチだと考えている。

ESG リスク要因を投資分析に完全に統合し、重要な課題については積極的にエンゲージメントを行うのがこの戦略の勘所である：

(ア) 投資分析に ESG 要因を統合

責任投資では ESG 要因を含むあらゆる重大なリスクを、投資プロセスにおいて確実に考慮に入れている。同社の投資リスク・チェックリストで ESG リスクはその中核を占めている。

(イ) ESG リスクの同定

産業セクターによりマテリアルなリスクは異なる。たとえば鉱業では二酸化炭素排出は健康・安全の重大リスクだが金融ではそうでない。ガバナンスはどんな発行体で

も重要。以下の図は ESG リスクの幅と会社が使うスコアを示す。

(ウ) 溝を埋める

大企業に比し、エマージング市場やハイイールド企業の中小企業からは非財務データが入手しにくい。そこで ESG 格付を付す為に同社の信用ポートフォリオに適した債券発行企業で ESG 格付がない企業をアナリストが見出し、その発行体の産業セクターに適したリスク課題を反映した自己評価 ESG のツールをカスタマイズして ESG 格付を付している。その自己評価のために足りない情報を埋めようとして、発行体にコンタクトする。

FIGURE 2: INSIGHT INVESTMENT'S ESG RATINGS FRAMEWORK

ESG Overall Score								Ratings used in Risk Checklist
Normalized industry-adjusted score 1-5								
Environment Pillar Absolute score 1-5			Social Pillar Absolute score 1-5			Governance Pillar Absolute score 1-5		ESG issues
Carbon	Natural Capital	Pollution	People	Products	Place	Corporate Governance	Behavior	
Carbon emissions	Water stress	Toxic emissions	Labor management	Product safety and quality	Controversial sourcing	Board	Business ethics	
Carbon vulnerability	Biodiversity and land use	Waste	Health and safety	Chemical safety		Pay	Anticompetitive practices	
Product footprint	Raw material sourcing		Human capital development	Financial product safety		Ownership	Corruption and instability	
Financing			Supply chain	Privacy and data security		Accounting	Financial system instability	
			Health and demographic risk	Responsible investment			Tax transparency	

Assessed category for all issuers

Source: Insight Investment and MSCI Inc. For illustrative purposes only. Based on MSCI ESG ratings framework.

出典：ガイダンス p112

自己評価に基づき同社アナリストが ESG 格付を作り出す。それ以外のリスク課題が見出された場合は同社アナリストがフォローする

(エ) エンゲージメントを行う

ESG、事業戦略、財務リスクが見出された場合は同社アナリストがエンゲージメントを行う。ガバナンスは定期的に議論されるが E と S は必要に応じてである。

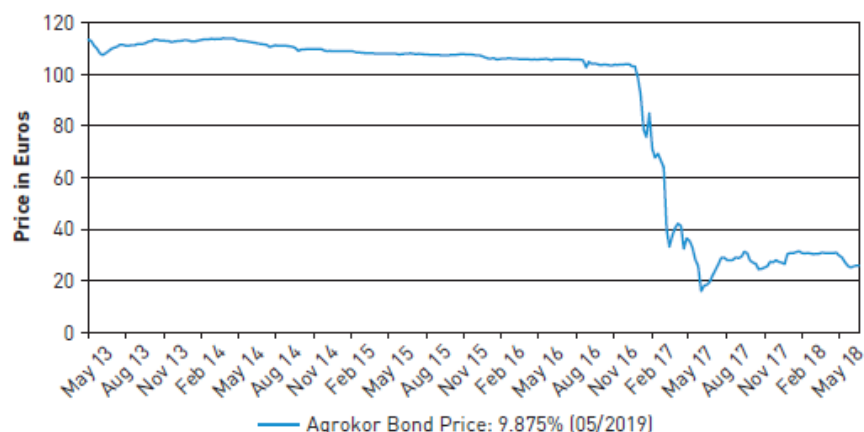
同社アナリストは新規発行があるたびにすべての発行体の経営者とエンゲージメントを行う。エンゲージメントを行うことは投資に明らかな影響を及ぼす。

社債投資の責任投資手法とは投資分析の中に ESG リスク要因を統合することだと同社は信じている。そのことを効率的に行うためには固有の調査が必要である。特に第三者データが入手できない市場においてはそうである。ESG リスクの統合は単に投資ユニバースから除外する判断に役立つだけでなく、ポートフォリオにあるリスクに関するより多くの情報を提供する。有益なエンゲージメントを素早く行うことはリ

スク管理に役立つだけでなく、潜在的な投資機会を生み出すことにすら役立つ。究極的にそのような手法をとる事が長期投資の果実を生み出し、顧客およびより広く社会の利害と我々の利害を一致させることになると同社は信じている。

3-4 MAN GLG

FIGURE 1: AGROKOR BOND (9.875% OF 05/19) PRICE CHART (AGROK-XS0776111188)



Source: Bloomberg.

出典：ガイダンス p115

信用リスクケーススタディ：

AGROKOR はクロアチアの食料品小売で 2017 年に倒産した。そもそも Man GLG は AGROKOR の抱えるリスクをボトムアップ信用調査から見出した。ボトムアップ信用調査により AGROKOR 社による財務の発表内容と詳細な財務諸表の内容に矛盾があったため、同社の信用力に否定的な見方をしていた。

ガバナンスは債券投資において最も重要な要素だが、伝統的な信用調査の枠組みで考えるのが難しいので、Man GLG ではレッドフラッグ方式（訳者注：ガバナンス上重大な問題が見つかった場合は売却）を採用している。AGROKOR 社の場合、同社の買収の歴史と会計の透明性の欠如が同社にレッドフラッグを揚げさせることになった。

これは債券投資で ESG 分析を使う重要性を AGROKOR 社のケースは示している。

ESG の中で E と S は定量化が難しく投資先企業の収益性にすぐ影響を与えることは少ないが、ガバナンスは M&A における決断の失敗、会計上の疑問の残る処理など発行体の信頼にすぐさま悪影響を及ぼす。投資先企業の財務情報や会計処理に疑問が生じた場合、その投資に心地よさを感じることは無理である。投資先企業のガバナンスに疑問が生じた場合に、とてつもない価格下落が生じうるということを AGROKOR 社のケースは示している。

3-5 PIMCO

同社では ESG それぞれに配点を割り振っている：

環境(15%)

- ・ サステナブル貸付
- ・ 環境と持続性計画の評価
- ・ グリーンボンド発行

社会(25%)

- ・ システミックな重要性と規制環境
- ・ 引受と商品の安全性における ESG の統合
- ・ 顧客のプライバシーとデータ保護

ガバナンス(60%)

- ・ 社風とビジネス行為
- ・ リスク管理とリスク・アピタイト
- ・ 会計の質
- ・ 取締役会の質
- ・ 人的資本

近年 PIMCO では ESG に焦点を当てた投資のソリューションを支援するプラットフォームを開発し、PIMCO の 60 人以上いる信用調査アナリストによって付される伝統的な格付を補完する、しっかりした ESG 評価を組み込んだ信用調査プロセスに改善した。

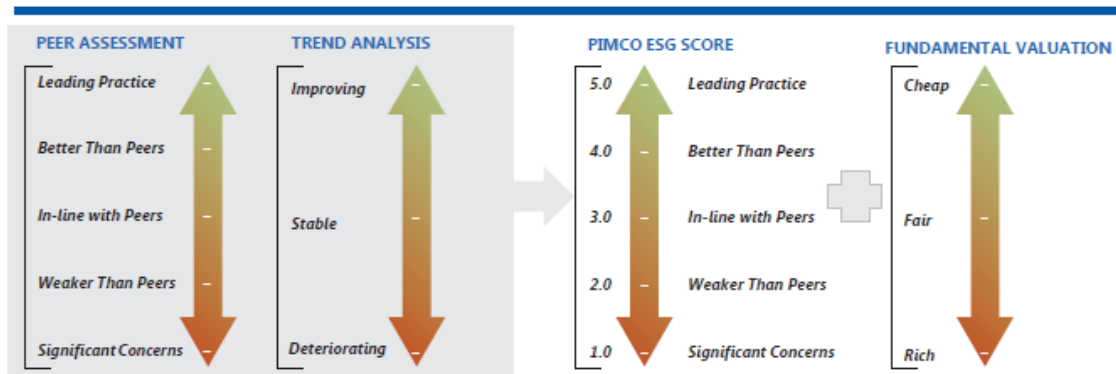
産業固有の ESG 枠組を用い、PIMCO アナリストは一般に公開された情報と直近の ESG ニュースや議論を踏まえ企業経営者との定期的エンゲージメントの結果、得た情報をベースにした ESG パフォーマンスをレビューした上で ESG スコアを割り当てる。

債券所有者にとってエンゲージメントを行うことは発行体のリスクとリターンのプロフィールを理解し、最終的な投資判断を行う上で極めて重要である。PIMCO アナリストはかなりの時間を発行体経営幹部との面談に使っている。議論は財務関連と同時に気候変動リスクにビジネス戦略上どう対応するかのような責任投資に関するものも含まれる。

このエンゲージメントからの情報が発行体 ESG スコアに影響を持ちそれを上げたり下げたりもする。その ESG 評価は同社固有のもので ESG 格付提供会社からのものとは別で、静態的に最高ランク (Leading Practice) から最低ランク (Significant

Concerns)までの 5 段階評価と動的な ESG 格付として改善傾向か悪化傾向かも格付する。

FIGURE 1: THE PIMCO ESG SCORING SYSTEM



Source: PIMCO. For illustrative purposes only.

出典：ガイダンス p118

PIMCO の ESG 調査の実際：グローバル商業銀行

銀行業の ESG における 11 の重要な要素は「持続的貸付」「システミックな重要性和規制環境」「社風」などを含む。合わせてこれらの要素は PIMCO の全体 ESG スコアでガバナンス(60%)社会(25%)環境(15%)に組み込まれる。

環境(15%)

- ・ **サステナブル貸付**は単に、環境にネガティブなインパクトを持つ貸付の割合だけでなく石炭への貸し付けを減らし再生エネルギーを増やしているか、銀行が問題あるプロジェクトに関与しているかといった底流にあるトレンドも見ている
- ・ **環境と持続性計画の評価**は、気候変動からもたらされる貸付ポートフォリオへの信用リスクといった議論を含む。最高ランク銀行は持続可能性目標やグリーンハウス・ガス排出を減らすことにコミットしていることを公表している。持続可能な収入目標を明示的にマッピングしている銀行には加点がある。
- ・ **グリーンボンド発行**は、その発行に積極的な銀行に点を与えられる。

社会(25%)

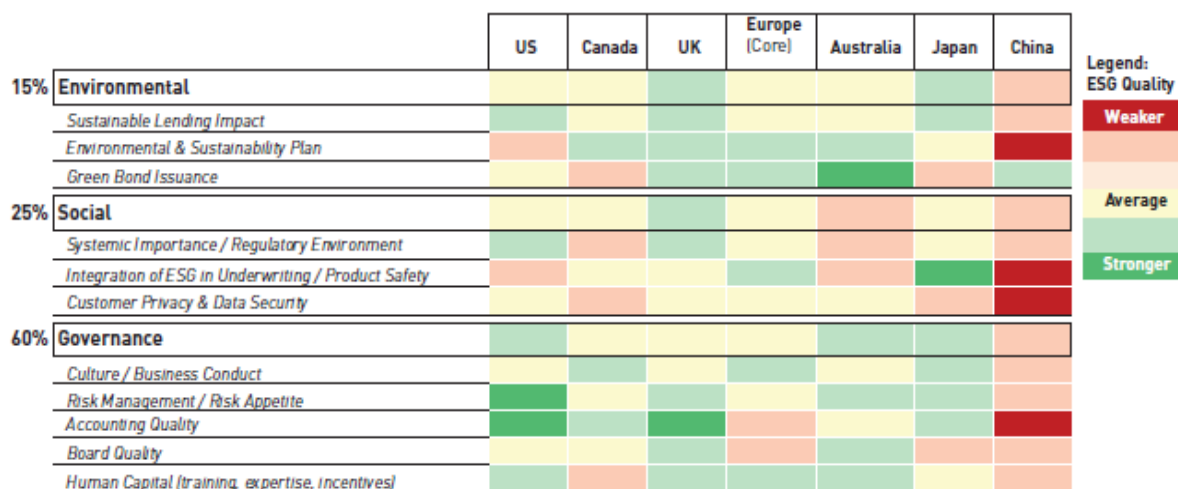
- ・ **システミックな重要性和規制環境**は、金融危機後の規制環境において、大銀行はしばしば債権者に対し最大限の保護を提供してきた。システミックな重要性とは、銀行の事業活動が社会へのネガティブな外部性を生み出す時にのみ、ネガティブとなる。
- ・ **引受と商品の安全性における ESG の統合**は、市場で資金が回らない分野に安全で健全な方法で資金を供給する
- ・ **顧客のプライバシーとデータ保護**は、使用に耐える報告をする銀行がほぼないので

今のところは主観的な測定である。データ保護に戦略的投資を行い、データ保護で法令違反をしていない企業に対して最も高いスコアを付している。

ガバナンス(60%)

- ・ **社風とビジネス行為**は、銀行内部の社風や倫理的に問題あるビジネス行為をどう判断するかに対するフォワードルッキングな見方を示す。訴訟の数やその重大さの程度といった定量的な測定値に市場での風評や最近の世間を騒がせる議論といった、先行的なインプットを加えている。
- ・ **リスク管理とリスク・アピタイト**とは、ビジネスサイクルを越えたリスク耐久力と同時に銀行経営者のリスクに向き合う姿勢についての PIMCO の見方を示す。銀行幹部が長期のソルベンシーに対して如何にして短期的収益目標をバランスさせるか、ビジネスサイクルを越えて、企業向け貸付ポートフォリオと損失率がどうだったか、M&A アピタイトの水準、到達可能な目標を設定して達成できたかを考慮する。
- ・ **会計の質**とは、銀行のディスクロージャーが信頼できるかを評価するものである。何年にもわたって不良債権を認識しなかったり、より高い資本効率を示すためとか、より高い配当支払いを可能にするためのリスク加重資産の「最適化」をするような銀行およびそのような銀行制度は避ける。
- ・ **取締役会の質**とは銀行の取締役会のリーダーシップ、多様性、熟練度合、水準に達していない取締役の首のすげ替えを評価する。CEO が取締役会議長と兼任していたり、当局からの度重なる召喚といった定性的にネガティブなものを含む。
- ・ **人的資本**とは、如何にして高い質の人を魅了し、優れた訓練、倫理、昇進機会を与えることにより定まってくる経営幹部以下の人員の質を評価する。

FIGURE 2: ESG HEATMAP FOR MAJOR BANKS BY REGION



Source: PIMCO analysis as of 30 June 2018. Major banks include global and domestically systemically important banks in each region. Percentages (15%, 25%, 60%) represent the relative weighting of each ESG pillar in the overall ESG score.

出典：ガイダンス p119

ポートフォリオ管理への統合：

ポートフォリオ・マネジャーは同じような格付がある銀行が二つあった場合、ESG スコアの優劣によって銘柄入れ替えをすることもある。

投資...魅力的なヴァリュエーションと ESG プロフィール

継続...価格は安いが ESG プロフィールが弱い

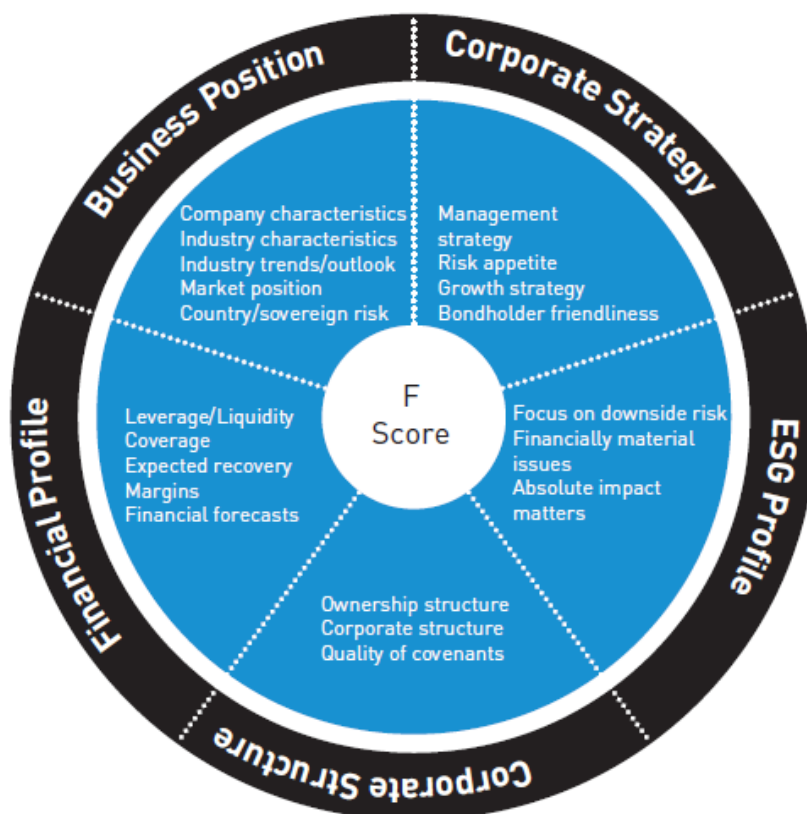
減額...ESG プロフィールは良いが価格が高い

売却...ESG プロフィールも良くないし価格も高い

このような 4 象限でポートフォリオ管理をしている。

3-6 ROBECO

FIGURE 1: THE FIVE PILLARS OF CREDIT ANALYSIS



Source: Robeco.

出典：ガイダンス p123

社債保有者の主な関心は負債返済能力である。信用分析の鍵を握る焦点はキャッシュフローを生み出す力とその質である。ROBECO では5つの要素を見て分析し-3 から+3 までのファンダメンタルズ・スコアを付す：

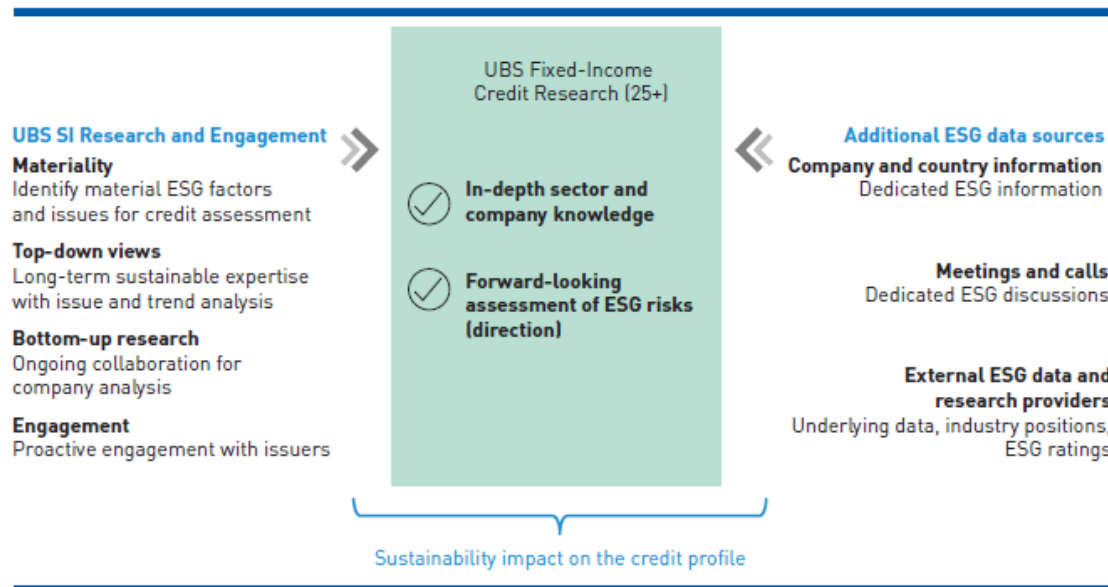
- i) ビジネスポジション
- ii) 企業戦略
- iii) 財務内容
- iv) 企業の構造
- v) SG プロフィール

ESG 要因はセクターごとに異なる。主要な情報源は ROBECO SAM である。他に Glass Lewis, Sustainalytics のような外部第三者を使っており、ESG に関する調査は ROBECO のガバナンス&アクティブ・オーナーシップチームからの協力を得てさらに強化される。ESG 要因は 36% のケースでファンダメンタル

ズに対して重大な影響を持っており、その過半は ESG 要因がネガティブな影響を与えている。何故ならリスクには非対称性があるからだ。

3-7 UBS-AM

FIGURE 1: UBS-AM'S INTEGRATED APPROACH TO CREDIT RESEARCH



出典：ガイダンス p127

債券投資戦略に ESG を組み込むチャレンジは、ソヴリンと社債発行企業の格付に影響を与える ESG データが両者の間で雲泥の差がある事だ。それを乗り越えるため、データやスコアの相違を乗り越え財務評価のファンダメンタルズに与える ESG インパクトに焦点を当てている。社債発行体の ESG 格付は鍵となるパフォーマンス指標と発行体企業によるディスクロージャー数値に基づくが、ソヴリン格付では国としての ESG の全体的な状態を反映する社会経済統計データから構成されている。ESG 格付のレベルで ESG インテグレーションが行われるので、ESG 債券投資をする上で、このソヴリンと社債発行体に付す ESG 格付に用いる情報の差が大きな挑戦課題だ。

第一に、ESG 格付はフォワードルッキング分析というより過去のパフォーマンスを反映したものにならざるを得ない。従い、ESG 格付はこれから将来起きることよりも過去に起きたことを反映する。

第二に、ESG 格付はあらゆるトピックを網羅するので、すぐ投資に応用するには幅が広すぎる。さらに ESG 格付は債券と株の違いを重要な点で企業に対する見方を同一視してしまう傾向がある。債券投資家はよりダウンサイドを気にするが、株はアップサイドの成長の潜在性に焦点を当てる傾向があるのである。

第三に、ESG 格付はその定義からして財務分析から独立している。真に意味あるものにするためにはポートフォリオ・マネジャーはファンダメンタルズ財務信用評価に ESG 格付を応用する必要がある。

3-8 ケースから読み解く、我が国社債投資家へのインプリケーション

以上このガイダンスで紹介された社債投資の ESG インテグレーションの 7 社のケースから導き出される課題とインプリケーションは以下の通りである。

3-8-1 社債投資戦略に ESG を組み込む上での課題

- ・中核的なビジネスドライバーにマテリアルな影響を与える ESG 課題を如何に抽出するか
- ・ ESG データの一貫性のなさをどう克服するか
- ・ ESG 専担チームを作るか、各アナリストが ESG を含めた分析をするか
- ・ ESG 格付を作って内部格付を作るのか、ESG を勘案したファンダメンタルズ格付を作るのか
- ・「プロバイダーによる ESG 関連データがないエマージング市場とハイイールド市場の債券への ESG 格付をどのように付与するか」(Insight)
- ・「ソヴリン債券と社債の ESG 格付付与方法をどう統合するか」(UBS AM)
- ・「ESG 格付はあらゆるトピックを網羅するのですぐ投資に応用するには幅が広すぎる。さらに ESG 格付は債券と株の違いを重要性の点で同一視してしまう傾向がある。」(UBS AM)

3-8-2 ガイダンス ESG インテグレーション事例から読み解く我が国の課題

ファンダメンタルズ分析に影響を与えるマテリアルな ESG リスク要因を抽出して分析することが肝要である。定量分析の為には、各社固有の独自ノウハウを入れ込んだ定量モデルでスコアを算出することが必要となる。その際、ESG インテグレーションを行うためには自社固有のモデル化が必要となる。

また定性分析には、エンゲージメントから得る情報が重要であるが、議決権を持たないのにどのようにして発行体にエンゲージメントをするかが課題である。我が国でも運用機関によっては上場株式発行企業が社債を出している場合は株式アナリストがエンゲージメントに行く際に同行して、同時に聞いてくる、という事例もあるようである。有益なエンゲージメントを素早く行うことはリスク管理に役立つだけでなく、潜在的な投資機会を生み出すことにも役立つ。ガイダンスで紹介された社債アナリストはかなりの時間を発行体経営幹部との面談に使うし、エンゲージメントからの情報が発行体に ESG スコアを付

す際に影響を持つというのは、我が国の社債アナリストに参考になるう。

マテリアルなリスクが産業セクターにより異なるのは当然として、ESG インテグレーションにおいてマテリアルかどうかを決める助けになるのは SASB が開発した基準だという事例が複数あった。その際、マテリアリティの判別する際の見分け方として「その情報を省略することが株主や投資家の決断に影響を与えるかどうか」で区分するという。

4 . CFA Institute が刊行した APAC レポート

APAC 地域レポート（注 13）としての発見を以下に列挙する：

- ・ ESG インテグレーションには、すべてに当てはまる「最善の方法」はない
- ・ ガバナンスはほとんどの投資家が投資過程に組み込んでいる ESG 要因だ
- ・ 環境と社会は受入れられ始めてはいるが、低い水準からだ
- ・ ESG インテグレーションは債券よりも株式で使われている
- ・ ポートフォリオ・マネジャーとアナリストはより頻繁に ESG 要因を投資過程に組み込むようになっているが、ESG データに応じてモデルを調整するのは稀だ
- ・ ESG インテグレーションを背中から押しているのはリスク管理と客の要望だ
- ・ ESG インテグレーションの主たる障害は ESG 課題への理解不足と比較可能なデータがないことだ
- ・ 投資家は ESG データがかなり良くなってきたことは知っているが、データの質と比較可能性についてまだまだ改善の余地が大きい
- ・ 債券発行体や債券投資家にとり、データ収集を容易にし、質の高いデータを生み出すことが出来る単一の ESG 報告基準の合意が形成されることは助けになる
- ・ 投資家に提供される ESG 投信や ESG の ETF は販売戦略に引きずられ ESG 投資商品としては正しいものとはなっていない、ということワークショップの多くの参加者は懸念していた。

ESG 課題が 2017 年に比し 5 年後にどうなるかアンケートで聞くと上場株式は環境（17%→55%）社会（37%→61%）ガバナンス（63%→69%）と価格に影響を与えると予測する回答者、特に環境の伸びが著しかったのに比し、社債では、環境（15%→41%）社会（19%→39%）ガバナンス（36%→51%）となった。つまり 2022 年になっても株式に比し、社債で ESG 課題が社債の価格に影響を及ぼすのは株式に比べるとかなり下回るだろうと予測されている。

以上

注

1. 日経新聞『社債2年7か月ぶり水準』2019.5.12 朝刊記事
2. 日経新聞『確定給付型の年金基金 国内株比率、1ケタに』2019.6.1 朝刊記事
3. 日経新聞『武田ハイブリッド債が移す投資家の利回り「渴望」』2019.5.31 朝刊記事
4. 世界銀行グループ・GPIF 共同研究報告書「債券投資への環境・社会・ガバナンス（ESG）要素の統合」2018.4.20
5. CFA Institute “GUIDANCE AND CASE STUDIES FOR ESG INTEGRATION: EQUITIES AND FIXED INCOME” 2018
6. NPO 法人 日本サステナブル投資フォーラム（JSIF）「わが国と世界のサステナブル投資残高調査結果報告」2019.4.22
7. JSIF 前掲
8. CFA Institute 前掲
9. GPIF プレスリリース「持続可能な投資の促進に向けた GPIF と世界銀行グループの提携について — 債券投資と ESG に関する共同研究 —」（2017.10.12）
10. IPE “ESG roundup: GPIF, World Bank report on fixed income ‘constraints’” 23 APRIL 2018
<https://www.ipe.com/news/esg/esg-roundup-gpif-world-bank-report-on-fixed-income-constraints/www.ipe.com/news/esg/esg-roundup-gpif-world-bank-report-on-fixed-income-constraints/10024285.fullarticle>
11. IMF/INO NEWS “Environmental, Social and Governance Factors Can Be Material Risks for Fixed Income Investors, Finds World Bank Group and GPIF Report” (2018.4.18)
<https://imfino.com/en/pages/news/environmental-social-and-governance-factors-can-be-material-risks-for-fixed-income-investors-finds-world-bank-group-and-gpif-report/>
12. Mozaffar Khan, George Serafeim, and Aaron Yoon “Corporate Sustainability: First Evidence on Materiality” Harvard Business Review (2015)
13. CFA Institute “ESG integration in Asia-Pacific: markets, practices, and data”
<https://www.unpri.org/download?ac=6459>