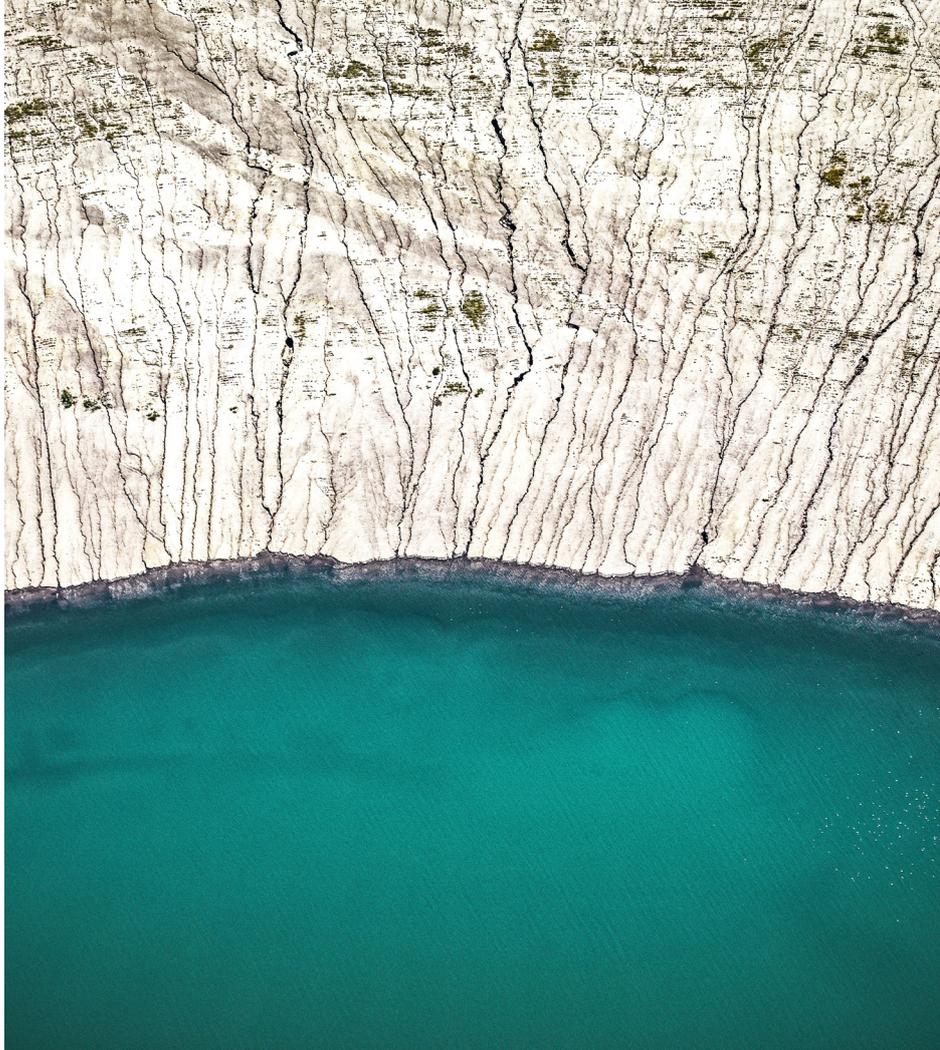


次なる フロンティア

UBSアセット・マネジメント | 債券投資におけるESG の統合



By: **Charlotte Baenninger**, Head of Fixed Income, **Francis Condon**, Senior Sustainable Investment Research Analyst, **Oya Ecevit**, Fixed Income Specialist and **Christopher Greenwald**, Head of SI Research, Sustainable and Impact Investing

歴史的に、サステナビリティの金融分野への統合は、債券戦略よりも株式戦略において普及してきました。いくつかの理由が重なり債券戦略での普及は遅れてきました。信用格付においてESGが果たす役割が不明瞭、ESGに焦点を絞った債券指数の不足、発行体とのエンゲージメント（対話）の難しさなどがありました。ただし、UBSアセット・マネジメントでは、このような状況が急速に変化していると考えます。

投資家のESG投資に対する関心は、過去30年で着実に高まってきました。現在、サステナブル金融についてのハイレベル専門家グループ（HLEG）等の提言に基づき、欧州委員会といった政策立案者が主導する形で、ESG投資は明確に支持されています。

世界銀行と年金積立管理運用独立行政法人（GPIF）が共同で公表した報告書「債券投資への環境・社会・ガバナンス（ESG）要素の統合」によると、ESG投資は、従来の株式に加え、債券を含むその他の資産クラスに拡大しています。¹ 機関投資家のポートフォリオの大半が債券に配分され、規制対応や受託者責任といった圧力が高まっている中、投資家がESGの債券投資への統合に関心を向けていることは、同報告書では「驚きではない」と強調されています。

ほぼ全ての投資適格債と、 大半のハイ・イールド債の 発行体に対し、現在ESGの データとレーティングが利 用可能

ESGの債券投資への統合の第一歩として、企業の情報開示レベルの向上や、ESGデータ・プロバイダーのカバレッジの拡大が貢献しています。現在では、ESGデータとレーティングは、ほぼ全ての投資適格債と大半のハイ・イールド債の発行体に対して利用可能となっています。同時に、グリーンボンドの登場やソーシャルボンドの出現、世界銀行と

UBSが共同で提供している高格付債投資の代替となる、低リスクのサステナブル投資等、ユニークなコラボレーションを含む、重要な革新的な動きが債券投資において起きています。これらの革新によって、投資家はサステナブル債券投資への積極的な資金配分が可能になっています。

当社が考える次なる重要な一歩は、サステナビリティ観点からの評価を総合的なクレジット評価に統合することであると考えます。この統合は、社債ポートフォリオにサステナビリティの組み込みを目指す主流の投資家に多大な影響を与え、サステナビリティ投資をニッチな投資活動から脱皮させる後押しをします。

UBSアセット・マネジメントでは、独自のクレジット調査のプロセスにESG要素をシステムチックに統合することを目指しています。このレポートでは、UBSアセット・マネジメントのアプローチを紹介するとともに、ESGの債券投資への統合における分野の最新の取組を説明します。

¹ 「環境・社会・ガバナンス（ESG）が債券投資家にとって重要なリスク要素に」 - 世界銀行グループ・GPIF報告書より、2018年4月

ESGの統合：ESGレーティングの制約

国連責任投資原則（PRI）は、サステナビリティの統合を「投資分析と投資判断における全てのマテリアル要素（環境・社会・ガバナンス（ESG）要素を含む）の分析」²と定義していますが、当社では、投資プロセスにおけるサステナビリティ・データとレーティングの活用の際に、サステナビリティにおける「統合」のコンセプトは、業界内で拡大解釈されていると考えています。当社の見解によれば、これは、業界で幅広く使用されている第三者機関によるサステナビリティ・レーティングと、サステナビリティの組込みにおけるサステナビリティ・レーティングの役割について、三つの誤解があるためです。

第一に、責任投資（RI）の分野において、単にスクリーニング形式に基づきESGレーティングを適用することがサステナビリティの組込みである、との考え方が頻繁に見受けられます。ESGリサーチ・プロバイダーは情報及びデータの提供者であり、投資分析を提供しているわけではない点を見逃しています。疑問の余地なく、MSCIやトムソン・ロイター、サステナリティクス

（Sustainalytics）等の大手ESGプロバイダーによるデータセットは、業界にとって重要なサービスです。世界の企業の不徹底かつ多くの場合自主的なサステナビリティに関する報告書を踏まえると、ESG情報を集約し、一貫性のある有益な形式で提供し続けることは評価に値します。

このように、ESG情報を取得できるようになったことは重要な第一歩ですが、ESGデータに基づくレーティングは、将来の見通しではなく、開示された企業報告書や公的文書から入手可能なニュースなどから導出されるヒストリカル・データに基づいたスクリーニングの結果です。ESGプロバイダーはその性質上、進捗状況や将来想定しうる事象に関する評価ではなく、過去の事象に基づく評価を提供しています。

UBSアセット・マネジメントでは、独自のクレジット調査のプロセスにESG要素をシステムチックに統合することを目指しています。

第二に、財務的な「重要課題」が幅広く議論される中、第三者機関によるレーティングの枠組みは、投資プロセスへの早急な適用には幅が広すぎると考えています。レーティング・プロバイダーが提供する関係先は幅広いため、サステナビリティ・レーティングのテーマも、金融上の重要情報のみでなく、倫理的なスクリーニングに使用する基準やデータまでカバーされます。更に、これらのレーティングは、債券と株式の両方で活用できるサステナビリティ情報を網羅しようと試みています。必要な情報という意味では明らかに重複しますが、特にダウンサイドリスクにより焦点を当てたい債券投資家の特定のニーズのレーティングには対応ができていません。

第三に、最も基本的な当社の見方として、サステナビリティ・レーティングは財務的な企業分析そのものから区別して評価をしています。当然、第三者機関のレーティングは、投資プロセスから独立した評価となるべきです。結果的に、彼らは実際の財務的な評価においては重要なサステナビリティ問題の財務インパクトをカバーしないことになり、投資の観点から別途、財務面でのクレジット評価を適用するときのみ有用となります。つまり、サステナビリティ・レーティングが、サステナビリティ統合における重要で不可欠な役割を果たす中、この情報と投資推奨に活用するには、クレジット・アナリストとポートフォリオ・マネジャー自身が追加的かつ重要にこの情報を活用することが求められます。

² Matt Orsagh, CFA (CFA 協会); Justin Sloggett, CFA (PRI); Anna Georgieva (PRI) 「株式及びクレジット分析におけるESG、PRI」 2018年4月.

UBSアセットのクレジット調査での統合アプローチは、前述した制限に打ち勝ち、そしてスクリーニングの域を超えた高水準での統合を追求しています。

債券投資でESG問題を扱う独自の挑戦

債券投資でESG問題を扱うに伴う分析のいかなる挑戦も、債券と株式との資産クラス間の根本的な違いや、株式でのアプローチが単純に債券での再現ができない理由を理解する必要があります。

当社は債券と株式投資家の要求に大きな違いがあることに言及してきました。債券がダウンサイドの破綻リスクの管理を志向し、株式は評価（株価）引き上げを目指しています。しかし、より精細度の高い水準の分析では、導入や説明されるべき留意事項の範囲は広くなります。これらは、前に述べた世界銀行/GPIFの報告書でも強調されています。

上記した要素に加え、当社が特に注目しているのは：

- 債券投資における期間/満期
株式は無期限の保有が可能ですが、債券はあらかじめ決められた期間での保有となります。
- 企業の資本構成における債券の弁済順位
シニア債、劣後債、ハイブリッド債などは、株式とは異なる階層に位置し、区別されます。
- 債券保有者の権利は、特に議決権やエンゲージメント（対話）を重視する利益関係者と一線を画しています。
- ソブリン、準ソブリン、国際機関、政府系機関債やアセットバック債、すべてのセグメントが重要です。

当社は、現在市場で普及している第三者機関によるスコアの適用よりも、ファンダメンタルズを重視したサステナビリティ統合を追求することで、これらの挑戦に打ち勝つことができると考えます。

UBSソリューション：独自開発、先行きを見据えた評価

UBSアセットでは、ESG統合でクレジット・アナリストが重要な役割を果たすことを最も強化していく方針をとってきました。UBSアセットの債券チームには、平均25年以上の業界経験を持つ25人のクレジット・アナリストが在籍し、投資適格、ハイイールドや新興国市場をカバーしています。このチームは、シカゴ、チューリッヒ、ロンドン、シンガポールとシドニーを含めた金融センターにオフィスを構えています。

当社のクレジット・アナリストは、債券でのESG統合の中核を担っています。サステナビリティ問題を考慮した状況を説明するためには、彼らの発行体への深い知識やファンダメンタル分析の経験を活用することが最適だからです。彼らは、妥当性と重要性を考慮し、量的・質的データの集計を行います。そのデータを適切で推奨された枠組みにはめ込み、その上で、不十分で不完全な情報をベースとした判断も行います。ESG問題の分析には、たとえ、違う出発点、異なる設定条件、時には異なる結論にもかかわらず、同様のスキルを必要とします。

重要な点ですが、UBSアセットのクレジット・アナリストは**先行きを見据えて判断します**。先読みの判断は、財務面と同様に多くのESG問題に適用され、純粋なESGデータの収集もしくは前述したスコア化のような作業からは区別されます。現時点での発行体のサステナビリティ・プロフィールやパフォーマンスは重要な出発点ではあるものの、サステナビリティ関連のダイナミクス、タイミングや発行体の予想される反応は、クレジットを評価する上でいずれも重要な将来的な要素です。最終的に、**UBSアセットのアナリストが主体となってサステナビリティ問題の理解することは、今後ESG統合をどのようにより深めていくかへの我々の期待を表しています。**

評価の過程では、協働が重要な一つの要素となります。クレジット・アナリストは、UBSアセットのサステナブル投資調査チームが行う分析成果の支援を受けています。この対話を通じて彼らは、発行体のリスク管理の質や、重要レベルが異なる課題のバランス、ESG問題の進捗が期待される時期などの重要な課題について、言及することが可能になります。彼らは情報を収集するために、複数のデータ源を活用します。



出所: UBSアセット・マネジメント

二つのケーススタディーが示す、分析プロセスの一部として考慮される事項

ケーススタディー A:

これは、欧州建設素材セクターの投資適格の発行体についての事例です。気候変動、環境問題とコーポレート・ガバナンスをESGの重要課題としています。この発行体はESGに関して業界を主導し、競合相手に対してほぼすべての重要課題への取り組みで上回り、ESG課題に対する手法においても先行しています。この発行体のコーポレート・ガバナンスは、CEOや社長、特定の利害関係者から独立した委員会を持ち、透明性の高いもので、特に論点もありません。相対的に弱い面としては、気候変動をめぐる課題があると見ています。最近の合併により、二酸化炭素削減の目標達成がより難しくなっています。債務状況に対する重大な規模での影響はないと見ています。この発行体が持つ全体としてESGを主導する姿勢や注目される強みは、好ましい将来的な見通しを支えとし、我々のクレジット評価に対して前向きな影響があると考えます。

ケーススタディー B:

この北米のハイイールド発行体は、民間の拘留/矯正施設を刑務所局（BOP）から委託され運営しています。この民間刑務所は、公的刑務所が過剰収容となったことを背景とした米政府の強い必要性に応じています。しかしながら、委託された刑務所は、同業施設よりも一人当たりで見て、頻繁に安全・治安事件・問題があることが調査でわかり、追加の監督が必要となりました。非常に重要な人権問題という意味で、発行体に収容者の権利を維持する施策を促すものでしたが、実行は不明瞭でした。更に、この発行体は、収監者の酷使や軽視、不十分なヘルスケア環境、独房監禁、身体的暴力といった人権侵害の申し立てなど重大な批判を受けています。結果、いくつかの訴訟と申し立てを受けることになり、コア事業活動への高い感応度と重要リスクへの明白な管理の弱さを背景に、リスクはかなり高いと判断しました。このESG分析は、信用状況が以前に判断したよりもより脆弱であること示しています。

債券へのサステナビリティ統合におけるUBSのマテリアリティ（重要課題）分析

この統合プロセスは、UBSアセットのマテリアリティ（重要課題）分析をベースに、サステナブル投資リサーチチームとクレジット・アナリストが連携して進展してきました。このフレームワークは、サステナビリティ会計基準審議会（SASB）が推奨する手法により構築した自社独自のデータベース及び各クレジット及び株式アナリストの議論に基づいています。

当社のマテリアリティ分析は、コーポレート・ガバナンス、プロダクト、ビジネス倫理や雇用といった幅広い重要なサステナビリティ・ファクターを網羅しています。これらの争点に対し、クレジット全般の影響、特定のESG問題の重要性が考慮され、社債の信用力のみならず発行体の「負債性」金融商品への長期的な示唆と影響についても評価されます。

ファンダメンタル分析

最重要課題に焦点を当てるマテリアリティ枠組みをベースに、クレジットアナリストは各発行体において鍵となるESGの強みと弱みを評価します。重要な点として、アナリストが最重要とするサステナビリティの争点が社債の信用ファンダメンタルやリスク情報に、影響があるのか、それほどの程度なのか集中して調査します。アナリストは、経営能力の追加チェックだけでなく、潜在的な将来への責任、信用力に対する重要な影響の見込みといった最近の論争も見定めます。

クレジット・アナリストは、ESG問題がどの程度ならクレジット評価に影響があるのかを判断します。この判断により各問題において、サステナビリティの争点が信用ファンダメンタルの推奨に対して影響を持つのか、それほどの程度なのかに対し、明白なスコア化が可能となります。このスコア評価は、ESGリスクの大小が発行体の信用力を高める上で重要な考慮すべき要素の一つとなるかどうかや、ESG分析がどの程度信用評価に変化を及ぼすかを判断する重要な試金石となります。

マクロトレンド分析

クレジットリサーチ・アナリストがこのような重要なサステナビリティのボトムアップでの評価を行う一方で、UBSアセットのサステナブル投資リサーチチームは、異なったセクター間でのESG問題の側面について情報支援を行います。この支援のために、彼らは、信用判断の妥当性を判断し、テーマを横断的に検証します。これは、各テーマがどのように時間を重ねて注目を集めてきたかや、発行体などの時点で影響が期待できるかを理解するために行われます。このトップダウンでの見通しは、クレジット・アナリストによる評価やポートフォリオ・マネジャーが適切に彼らの戦略配分を見定める上でのサポートとなります。

成果の取り込み

クレジット分析によるESG評価には、UBSのESGスコアを経由し、成果が取り込まれます。単純に個別の発行体に対する三つの重要な判断が必要とされます。

- 信用評価のファンダメンタルにおいて、重要なサステナビリティ問題の影響とは何か？
- ESG信用スコアの将来的な方向性とは？
- ESG分析が信用判断の変更に結びつくのか？

結論

債券プラットフォームへのESG要素のシステマチックな統合によって、サステナブル投資の全資産クラスへの幅広い統合という当社が定めた目標に一步近づくこととなります。資産保有者にとって、当レポートで強調した債券投資へのサステナブル投資の統合の進展は、既に「あれば良い」から「なくてはならない」テーマに転じています。

ESGデータは過去より格段に普及していますが、これは出発点に過ぎません。重要課題を絞り、将来を考慮したクレジットリスクに対するサステナビリティからの示唆に集中するクレジット・アナリストによるESG分析により、過去の業界内で起きた進展よりも深い統合を追求する機会が提供されると考えます。UBSはこの発展をリードし、顧客が直面する難題に対して、革新的な新戦略やソリューションを引き続き拡充していきます。

投資一任契約に関する留意事項

当社が投資一任契約に係る業務を行う際には、お客様にはご契約の資産額に対し年率 **0.825%**（税抜）を上限とする投資顧問料をご負担いただきます。その他、組入資産の売買手数料、保管費用等（以下「手数料等」といいます。）を、運用資産を通じて間接的にご負担いただく場合があります。また投資一任契約に基づき投資信託または外国籍リミテッド・パートナーシップ等（以下、これらを総称して「投資信託等」といいます。）に投資する場合は、投資信託等に掛かる運用報酬・管理報酬等（監査費用を含みます。以下「諸費用等」といいます。）を別途ご負担いただきます。これらの手数料等および諸費用等は契約内容、契約資産の額、運用状況等により異なるため、具体的な金額を表示することはできません。また、お客様に直接および間接的にご負担頂く投資顧問料、手数料等および諸費用等の合計額についても、契約資産の額、運用状況等により異なるため、具体的に表示することができません。

有価証券等への投資に係わる主なリスクについて

投資一任契約に基づく有価証券の投資には、株式投資のリスク（価格変動リスク・信用リスク・流動性リスク）、債券投資のリスク（価格変動リスク・信用リスク・流動性リスク）、為替リスク、カントリー・リスク、デリバティブ取引のリスク、オルタナティブ投資に係わるリスク、インフラストラクチャー／PE 投資、不動産関連投資に係わるリスク等があります。従って、投資元本が保証されているものではなく、当該有価証券等の値動きにより損失が生じ、投資元本を割り込むことがあります。

※リスクや手数料・報酬等の詳細については、契約締結前交付書面にてご確認ください。

商号：UBS アセット・マネジメント株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 412 号
加入協会：一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会

本資料は、情報提供を目的としたものであり、特定の金融商品取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、信頼できる情報をもとに UBS アセット・マネジメント株式会社によって作成されておりますが、その正確性・完全性が保証されているものではありません。本資料に記載されている内容・数値・図表・意見・予測等は、本資料作成時点のものであり、将来の市場動向、運用成果等を示唆・保証するものではなく、また今後予告なく変更されることがあります。投資一任契約のお申込みに当たっては、契約締結前交付書面をお渡ししますので、必ず内容をよくお読み下さい。

© UBS 2018. キーシンボル及び UBS の各標章は、UBS の登録又は未登録商標です。UBS は全ての権利を留保します。