



FIXED INCOME

ESG：ハイイールド運用者が 現在取り組む3つの課題



Gareth Hall (ガレス・ホール)
グローバル・ハイイールド
ポートフォリオ・マネジャー、ESGスペシャリスト

BARINGS INSIGHTS

企業の行動に対して影響力を行使することから、より透明性の高いデータ開示に至るまで、ハイイールド運用者はESGに関して、これまでよりも高いレベルの要求を企業に対して求めています。

環境・社会・ガバナンス (ESG) の考え方および投資判断時における同要因の考慮 (ESGインテグレーション) は常に進化しています。ESGは、株式、債券、オルタナティブ、不動産など、あらゆる市場の投資判断において、間違いなく極めて重要な役割を果たしていますが、各業界や資産クラスはそれぞれ固有のニュアンスや独自の課題を抱えています。

このような状況下にあつて、ハイイールドも例外ではありません。ハイイールド市場におけるESGへの取り組みは近年飛躍的な進歩を遂げていますが、特に世界的にESGやサステナビリティへの関心が高まっていることを考慮すると、さらに進展する余地があります。前向きな動きとして、投資家や運用者は、業界関係者とのコラボレーションを目的とした企業に対する集中的なエンゲージメントから、革新的な分析モデルの開発まで、さまざまな方法でESGの課題に立ち向かっています。この記事においては、ハイイールド運用者が解決しようとしている**3つのESGに関する課題**に焦点を当て、ベアリングスとその課題に取り組む方法および業界が向かうと思われる方向についてご紹介します。

1. 株主に対する債権者として、ESGの実践において影響力を行使

ハイイールドの発行体は、デフォルト・リスクが高く、ESGを含むあらゆる潜在的なリスクを考慮する必要があります。企業の安全性や労働環境からCEOの後継者計画に至るまで、どのようなリスクもネガティブなニュースを引き起こし、債券やバンクローンの価格に影響を与える可能性があります。ハイイールドの投資家にとっての課題の一つは、株主ではなく債権者として、定義上は企業の株式を保有していない、あるいは、取締役会に議席をもたないことから、株主と同様に企業の行動に対して影響力を及ぼす投票が実行できないという点です。しかしながら、投資家や運用者は、ますます債権者としての限界に挑戦しています。例えば、多くの投資家にとって、運用者がESG分析を投資プロセスの一部であると主張するだけでは十分でなく、ほとんどの場合資本構造上における立場によらず、運用者としてどのような影響力を行使しているかについて具体的な例を求めています。

行動の変化

エンゲージメントと影響力に関する考え方は確かに進化しており、ハイイールド投資家が議決権を有する株主でないことは事実ですが、ハイイールド投資家が企業に影響を与えエンゲージメントを行う能力は、ますます明確かつ重要になっています。おおまかに言えば、グローバルのクレジット市場は企業の資金調達を大部分を提供しています。つまり、債券投資家は、発行体がESGに関する責任を果たすにあたり、極めて有効な力を持ち、確実にその責任を負っています。例えば、多くのハイイールド投資において、ベアリングスはその企業の資本構造において重要なポジションを占めています。発行体に対する大規模な貸し手としての地位は、その企業の意思決定者へのアクセスを可能にし、その結果、ESG行動の改善を促し、より良いESG関連の報告と開示を促進することが可能となります。

実際、ベアリングスは、ESGに基づく投資対象の排除のみに頼るのではなく、エンゲージメントこそが価値を発見しリスクを軽減する最も効果的な方法であり、投資家の最善の利益につながると考えています。エンゲージメントには、より良い情報を収集し透明性の向上と説明責任の強化を目的とした、厳格なデューデリジェンスや企業経営陣との対話が含まれます。ベアリングスにおいては、多くの場合、アナリストは投資先企業と密接かつ長期的な関係を構築し、経営陣や財務スポンサーと直接エンゲージメントを行うことにより前向きな変化をもたらし、長期的な業績向上への道を切り開くことを目指しています。エンゲージメントは厳格なデューデリジェンスを要し、長期的なプロセスとなる可能性があります。最終的には発行体との信頼関係を築くのみならず、ESG要因によるパフォーマンスへの影響をより正確に把握することが可能となります。

2. 二酸化炭素の排出量に関する報告

二酸化炭素の排出量に関する報告は、特に世界中の政策立案者が温室効果ガスを削減し、低炭素またはカーボンニュートラルな経済に移行するためのさまざまな施策を講じていることから、多くの人にとって最重要課題となっています。投資家もまた、ポートフォリオにおける二酸化炭素の排出量を削減するよう、運用者への圧力を強めています。

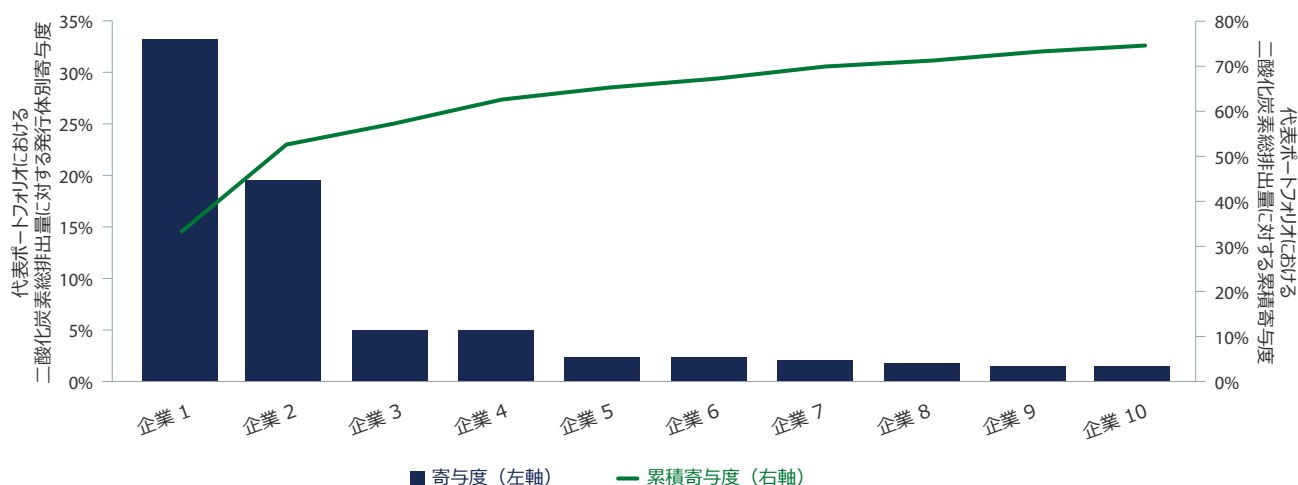
しかし、ハイイールドに関しては、二酸化炭素の排出量に関する報告にはいくつかの固有の課題があります。一つは、テクノロジーにより重点を置き資産の保有が少ない大型株市場の企業と比較して、ハイイールド・ユニバースの企業はより多くの資産を保有する傾向にあり、その結果、資産クラス全体における二酸化炭素の排出量原単位は上昇しています。同時に、企業における二酸化炭素の排出量に関するデータはかなり透明性が低いものとなる可能性があります。特に、欧州バンクローン市場においてはその傾向が顕著であり、発行体の大半がスポンサー所有の非公開企業であるため、包括的な二酸化炭素の排出量に関するレポートを作成するためのリソースが不足している場合があります。実際、欧州バンクローン市場においては、二酸化炭素排出のデータについて透明性のある企業は全体の約20%に過ぎません¹。ハ

イールド債券に関しては、特に米国において大規模な上場企業が市場に占める割合が高いため、開示レベルは若干高い状況となっています。

行動の変化

エネルギー・セクターのような多くの資産を保有する業態に所属するハイイールド企業にとって、継続的な規制と相まって、二酸化炭素の排出量に関する報告の重要性は明らかとなっています。今後、これらの情報開示の改善が見込まれる一方、運用者が現在の不足する報告内容に対して克服しようとする方法は多様であり、他よりも効果的な方法を採用する運用者も存在します。ベアリングスにおいては、顧客がポートフォリオに対する二酸化炭素の影響に関する理解を深めるため、二酸化炭素排出量に関するモデルを開発しました。運用プロセスの一環として、二酸化炭素排出に関するデータが存在する場合にはそれを使用し、存在しない場合には、一連の比較可能な企業に基づき企業が排出する二酸化炭素の総排出量を推定します。例えば、ある欧州バンクローンのポートフォリオにおいては、二酸化炭素の排出量に関するデータはポートフォリオ全体のわずか16.8%しか公式に入手できませんでした。しかし、ベアリングスのモデルにおいては、ポートフォリオのさらに76.6%のデータを推定することが可能であり、データ網羅率はポートフォリオ全体の93.4%に達しました。

図1: 二酸化炭素総排出量に対する発行体別寄与度

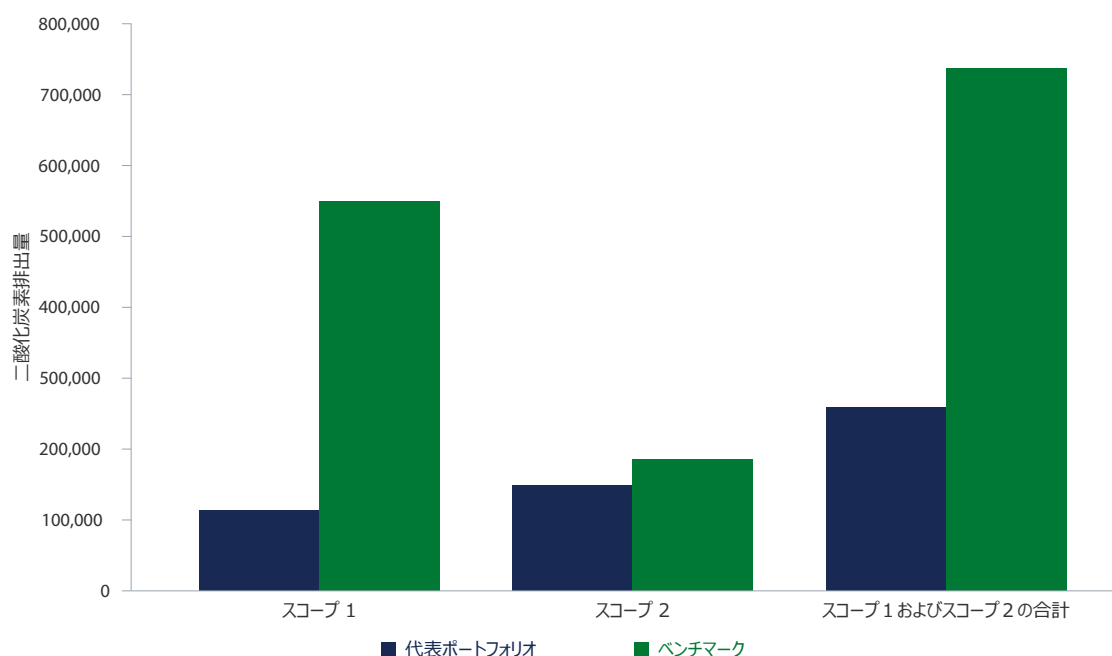


出所: Barings 2021年2月26日現在

1. 出所: Baringsの市場観測に基づく。2020年12月末現在

このモデルは、ポートフォリオ全体における二酸化炭素の排出量を測定することに加えて、排出量が最も多いと予想される企業を特定し、これらの企業に向けたエンゲージメントを行うことを可能にします。通常、ポートフォリオの二酸化炭素の排出の大部分は一握りの企業に集中していることが知られています。例えば、あるポートフォリオにおいては、2発行体がポートフォリオ全体の排出量の60%以上を占めていることが判明しました。これらのデータは、ポートフォリオ構築時における二酸化炭素の排出に関する考慮を支援することに加えて、最も影響があると思われる企業に対してエンゲージメントを集中させることを可能にしました。

図2: 代表ポートフォリオおよびベンチマークにおける二酸化炭素総排出量比較



出所: Barings 2021年2月26日現在。スコープ1は企業活動に伴う直接的な排出、スコープ2は間接的な排出を示唆。

このような意図的に的を絞ったエンゲージメントへのアプローチは、ハイイールド・ユニバースに含まれる数百の企業のデータを収集しそのESGの実践に影響を与えるよりも、短期的には効果的であり、長期的にはより良いESGの実践の推進に役立つと考えています。また、このモデルにおいては、将来の期待リターンと二酸化炭素の排出量を並べて参照し、相対的な価値の測定および高レベルの二酸化炭素排出量に対して投資家が得られる対価の妥当性について判断することが可能となります。

3. データの限界

先述の通り、ハイイールド市場においては、開示およびデータ提供が非常に限定的となる可能性があり、企業のESGに対する取り組みを包括的に示すものはほとんどありません。第三者のプロバイダーによるカバレッジも比較的限られている一方、このようなプロバイダーのデータから得られる情報は、提供者が完全な情報を持っていない、あるいは、分析対象となる企業と面談していないことが多いため、最も信頼性が高いものではない場合があります。

このようなデータの欠如は、企業の比較やスコアリングをより困難にする可能性があります。また、信頼性の高いESGに関連したベンチマークや指数の作成にも課題をもたらしますが、規制当局、企業、スポンサーおよび投資家からの要請により、業界全体においては確実にこれらの指標を作成する方向に向かっているとと言えます。業界全体がこれらの分野で進歩している一方、資産クラスの違いにより必然的に進化するペースが多様となることもまた注目に値します。ハイイールド債券においては既にESG指数が存在しますが、バンクローンではまだ存在しないなど、資産クラス間における進化ペースの違いについては、既にある程度確認することが可能です。

行動の変化

業界全体においては、ハイイールドの投資家が入手可能なデータを充実させるための多くの取り組みが継続中です。例えば、欧州レバレッジド・ファイナンス協会のESG委員会やロンドン拠点のローン市場協会への参画を通じて、ベアリングスは同業他社と協働し、ハイイールド債券やバンクローン市場におけるデータ開示を改善させる方法を検討しています。また、多くの市場参加者とともに、バンクローンに関するESG指数の開発プロジェクトにも参加しています。この種の取り組みは、バンクローン市場における情報開示の改善に寄与することに加えて（より良い情報開示を行う企業は相対的に高い格付けを獲得できると推定される）、最終的には格付会社において、より一貫性のある手法の確立に繋がる可能性があります。

このような努力や取り組みが業界全体を前進させている一方、市場のデータ不足を克服するために今日から運用者が採用可能な一定の措置も存在しています。ベアリングスにおいては、グローバルのハイイールド・アナリストによって構成される大規模なチームにより、新規投資時における厳格なボトムアップ・アプローチに基づくESG分析を実行し、既存のポートフォリオ企業全体におけるESGに関する取り組みの進展も監視しています。ベアリングスのアナリストは通常、担当する企業と密接な関係を構築し、経営陣との積極的な直接のエンゲージメントおよび対話を通じてデータを収集することが可能です。このような広範に亘るカバレッジ能力により、同等レベルの知識もしくは企業経営陣との交流を持たない可能性のある第三者のプロバイダーのみに依存することはありません。

ベアリングスのESGに対する詳細なアプローチはリスク分析において活用され、ESGを社内信用格付けに組み込むことにより、リスクに対する適切な対価をより正確に見極めることが可能となります。分析対象企業ごとに「現状」のリスク分析を実施していますが、その一環として、環境、社会およびガバナンスの各要素を1~5段階で評価し、各項目において脆弱な企業に対して高い数値を付与しています。企業に付与される最終的なESG格付けは3項目に対するスコアの平均値であり、平均値算出時における各項目の重みはセクターごとに異なります。また、発行体のESG見通しは同程度もしくはより重要であり、当初評価した時点に対して企業が進化している方向に対して着目します。発行体の今後のクレジット状況（悪化、安定および改善のいずれか）を予想する際、ESGの見通しに関する分析は、投資機会を発掘しリスクを回避する上で重要となります。最終的に企業のESG要因（現状と見通しの組み合わせ）は、総合的な信用格付けに対しプラスにもマイナスにも作用する可能性があります。そして、これはベアリングスの相対価値の推奨に影響を与え、ポートフォリオの構築に反映されます。

完璧さよりも進歩を

ESGに関してハイイールドは大きく前進しており、特にESG要因が債券およびバンクローンの価格に重大な影響を与える可能性があることから、このような状況は継続するものと思われます。ベアリングスは責任ある企業市民を目指すことに努めており、ESG要因をファンダメンタルズに着目したボトムアップの投資プロセスに統合し、ESGの改善に向けて企業と直接エンゲージメントを行うことが、投資家に価値を提供する上で重要であると確信しています。

ESGを効果的に統合するためには、業界、企業および地域にまたがる幅広いインプットを考慮し、さらに、アナリストやポートフォリオ・マネジャーに対してより広範な要素を検討し、多様な方法で企業とのエンゲージメントを求めることが必要となります。また、ベアリングスにおいては、ESGに対するアプローチを継続的に発展・改善させ、ESGの実践およびそのプロセスが引き続き有効であることを確認しています。これにより、複雑なリスクや価値を生み出す要因をより包括的に理解することができ、最終的にはより優れたリスク調整後リターンを長期に亘り追求することが可能になると考えます。



Barings is a \$345 billion* global investment manager sourcing differentiated opportunities and building long-term portfolios across public and private fixed income, real estate and specialist equity markets. With investment professionals based in North America, Europe and Asia Pacific, the firm, a subsidiary of MassMutual, aims to serve its clients, communities and employees, and is committed to sustainable practices and responsible investment.

IMPORTANT INFORMATION

Any forecasts in this document are based upon Barings opinion of the market at the date of preparation and are subject to change without notice, dependent upon many factors. Any prediction, projection or forecast is not necessarily indicative of the future or likely performance. Investment involves risk. The value of any investments and any income generated may go down as well as up and is not guaranteed by Barings or any other person. PAST PERFORMANCE IS NOT NECESSARILY INDICATIVE OF FUTURE RESULTS. Any investment results, portfolio compositions and or examples set forth in this document are provided for illustrative purposes only and are not indicative of any future investment results, future portfolio composition or investments. The composition, size of, and risks associated with an investment may differ substantially from any examples set forth in this document. No representation is made that an investment will be profitable or will not incur losses. Where appropriate, changes in the currency exchange rates may affect the value of investments. Prospective investors should read the offering documents, if applicable, for the details and specific risk factors of any Fund/Strategy discussed in this document.

Barings is the brand name for the worldwide asset management and associated businesses of Barings LLC and its global affiliates. Barings Securities LLC, Barings (U.K.) Limited, Barings Global Advisers Limited, Barings Australia Pty Ltd, Barings Japan Limited, Baring Asset Management Limited, Baring International Investment Limited, Baring Fund Managers Limited, Baring International Fund Managers (Ireland) Limited, Baring Asset Management (Asia) Limited, Baring SICE (Taiwan) Limited, Baring Asset Management Switzerland Sarl, and Baring Asset Management Korea Limited each are affiliated financial service companies owned by Barings LLC (each, individually, an "Affiliate").

NO OFFER: The document is for informational purposes only and is not an offer or solicitation for the purchase or sale of any financial instrument or service in any jurisdiction. The material herein was prepared without any consideration of the investment objectives, financial situation or particular needs of anyone who may receive it. This document is not, and must not be treated as, investment advice, an investment recommendation, investment research, or a recommendation about the suitability or appropriateness of any security, commodity, investment, or particular investment strategy, and must not be construed as a projection or prediction.

Unless otherwise mentioned, the views contained in this document are those of Barings. These views are made in good faith in relation to the facts known at the time of preparation and are subject to change without notice. Individual portfolio management teams may hold different views than the views expressed herein and may make different investment decisions for different clients. Parts of this document may be based on information received from sources we believe to be reliable. Although every effort is taken to ensure that the information contained in this document is accurate, Barings makes no representation or warranty, express or implied, regarding the accuracy, completeness or adequacy of the information.

Any service, security, investment or product outlined in this document may not be suitable for a prospective investor or available in their jurisdiction.

Copyright and Trademark

Copyright © 2021 Barings. Information in this document may be used for your own personal use, but may not be altered, reproduced or distributed without Barings' consent.

The BARINGS name and logo design are trademarks of Barings and are registered in U.S. Patent and Trademark Office and in other countries around the world. All rights are reserved.

当資料は、ベアリングスLLCが作成した資料をベアリングス・ジャパン株式会社(金融商品取引業者: 関東財務局長(金商)第396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)が翻訳したもので、金融商品取引法に基づく開示書類あるいは勧誘または販売を目的としたものではありません。翻訳には正確性を期していますが、必ずしもその完全性を担保するものではなく、原文と翻訳の間に齟齬がある場合には原文が優先されます。当資料は、信頼できる情報源から得た情報等に基づき作成されていますが、内容の正確性あるいは完全性を保証するものではありません。また、当資料には、現在の見解および予想に基づく将来の見通しが含まれることがありますが、事前の通知なくこれらに変更されたり修正されたりすることがあります。Complied (東京):2021年4月20日 M20212Q12

LEARN MORE AT [BARINGS.COM](https://www.barings.com)

*As of December 31, 2020

21-1575650