



# BARINGS

PRIVATE CREDIT

## プライベート・クレジット投資における革新的な取り組みがESGの進展を促進

BARINGS INSIGHTS



Aaron Gillespie (アーロン・ギレプシー)  
グローバル・プライベート・ファイナンス  
マネジング・ディレクター

サステナビリティ・リンク・ローンは、貸し手がミドルマーケット企業に対して、環境・社会・ガバナンス (ESG) に関する取り組みを強化するための動機を提供する新しい融資形態の一つです。

プライベート・クレジット投資におけるESGへの取り組みがますます洗練さを増す中、貸し手はより優れた、多くの持続可能な取り組みを促すための様々な革新的な手法を採用しています。しかしながら、市場はまだ進化の途中であり、投資家、スポンサーおよび貸し手は今後も重要な役割を果たしていくと思われま



## プライベート・クレジット投資においては、ESGに関する独自のアプローチが必要

プライベート・クレジット投資においては、様々な理由により、上場株式および債券投資に関するESG分析とは明確に異なる手法が必要となります。すべての借手を手ごとの状況に応じて評価する必要があるものの、共通する一定の考慮すべき要素を予め念頭に置く必要があります。第一に、**プライベート・クレジット投資は流動性の低い資産クラス**であり、通常の融資期間は5～7年です。バンクローン市場とは対照的に、ローンまたは投資対象資産を流通市場で売却することは殆ど不可能であり、資産売却によって融資期間中に投資案件から資金を引き揚げることは困難を極めます。さらに、株式投資家とは異なり、債権保有者は企業の株式を保有せず、企業の取締役会にも参加しません。その結果、**債権保有者は投資先の行動および意思決定に対して、直接影響力を行使できない状況にあります**。こうした要因から、プライベート・クレジット投資においては、予め借手のESGに関する取り組みを適切に精査することの重要性がますます高まっています。

プライベート・クレジット市場において、投資家が融資を実行する所謂ミドルマーケット企業の属性についても考慮する必要があります。ペアリングスにおいては、ミドルマーケット企業の定義をEBITDA（利払い前、税引き前、減価償却前の利益）2,000万米ドルから7,500万米ドルの範囲にある企業と定めています。このようなミドルマーケット企業は、上場している大企業と比較して、成長の初期段階にある場合が一般的であり、**その多くはESGに関する課題に取り組むことを表明していますが、通常、大企業ほどのリソースを有していません**。例えば、社員数が50人から500人程度のミドルマーケット企業の多くは、ESGおよびサステナビリティに関する取り組みに完全に特化したチームを有しておらず、大企業の多くが現在四半期毎に公表している、ESGおよびサステナビリティに関する充実した報告書を作成していない場合が一般的です。さらに、大企業の多くが既に導入しているESG原則に基づく詳細かつ具体的な実施手順の作成についても、未だ初期段階にある可能性があります。

さらに、プライベート・クレジット市場におけるミドルマーケット企業の多くは、プライベート・エクイティ・ファンドが所有する企業であることに留意する必要があります。企業およびその取締役会を支配していることから、**プライベート・エクイティ・スポンサーがESGに関する取り組みに及ぼす影響は甚大です**。このため、ESGに関する取り組みに対する見解において、貸し手は融資先企業の経営陣とのみならず、プライベート・エクイティ・スポンサーと一致していることを確認することが重要となります。実際、プライベート・エクイティ・スポンサーと協力してESGに関する精査を実施することにより、貸し手は当該企業の事業慣行から生じるすべての機会およびリスクをより効率的に特定し評価することが可能となります。

## 進化し続けるESGに対するアプローチ

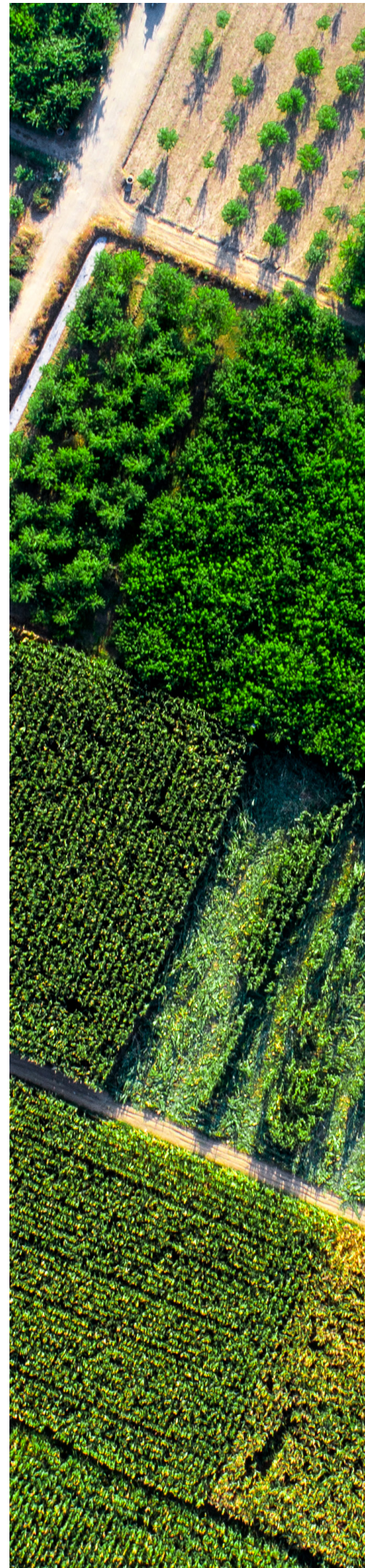
サステナブル投資における初期のアプローチは、多くのアセットクラスにおいて、ネガティブ・スクリーニングに重点が置かれていました。その中には、アルコール、タバコおよび銃器など、問題を含む製品を提供していることにより、当該企業への投資を全面的に排除する場合もありました。また、環境に対する影響への注目が高まる中、石油および石炭など、化石燃料に関連する事業を営む企業を排除する投資戦略も増加しています。ネガティブ・スクリーニングが有効となる場合がありますが、投資家、資産運用会社および企業は、環境および社会的目標の達成を支援し、コーポレート・ガバナンスの強化を推進するための高度化された分析方法を見出していることから、より幅広いアプローチが登場しています。

特に、**エンゲージメント**は、更なる進化に向けた重要なステップとなっています。投資家および資産運用会社は、特定の分野において事業を営むという理由のみで企業を排除することなく、優先事項を伝え、ESGに対する取り組みの強化を実施している企業に対してインセンティブを与えるなど、より実践的なアプローチを採用しています。これは、企業および社会の双方に対して有益な結果をもたらすより有効な方法であると考えています。つまり、「ムチ」よりも「アメ」の方が効果的であるということです。また、企業の行動を変えるためのインセンティブを与えることにより、経営者、従業員、顧客および投資家など、すべての利害関係者が、改善に対して取り組むという利点も期待できます。

“つまり、「ムチ」よりも「アメ」の方が効果的であるということです。また、企業の行動を変えるためのインセンティブを与えることにより、経営者、従業員、顧客および投資家など、すべての利害関係者が、改善に対して取り組むという利点も期待できます。”

### サステナビリティ・リンク・ローン

プライベート・クレジット投資において、ESGに関する目標条項を盛り込んだローンまたはサステナビリティ・リンク・ローンは、企業のESGに関する取り組みを強化するための積極的なインセンティブを与えることから、エンゲージメントの力を実証する革新的なアプローチとなります。これは、貸し手がESGまたはサステナビリティに関する特定の条項を融資契約書に盛り込むことが可能であることを意味します。借り手は融資契約書に盛り込まれた基準を一定程度達成した場合、借入コストを削減することが可能です。サステナビリティ・リンク・ローンは、借り手にとって支払利息の削減をもたらす重要なインセンティブとなりますが、その削減幅は通常5~10bps程度であり、投資家に対する影響は限定的です。正確な利回りは資本構造上の弁済順位によって左右されるものの、当該資産クラスの利回りが通常8%前後であることを考慮した場合、ESGを重視する投資家はこの程度の影響を進んで受け入れる可能性があります。



## ベアリングスのESGに関する取り組み

ベアリングスにおいては、ESGが注目されるかなり以前より、各企業が環境にどのような影響を及ぼし、従業員、顧客および地域社会に対してどのように接し、そして企業を適切に運営しエクイティ投資家および債権者の利益に応えるための十分な保護措置を講じたかについて、慎重に検討してきました。ベアリングスは常に、これらの問題を慎重に検討することが良質で堅実なクレジット分析であると確信しています。

近年、ESG原則を実施するための手順がより詳細かつ具体的となる中、ベアリングス・グローバル・プライベート・ファイナンス・チームはESGへの取り組みにおいて業界をリードしてきました。例えば、2015年に、各投資案件の審査メモにおいてESG関連のリスクおよび投資機会を取引要件と共に記載し、ESGに関する考慮事項を正式に投資プロセスに統合することを開始しました。また、各借手に対してESGスコアを付与し、ESGに関する借手の取り組み状況について監視することも開始しています。更に2015年以降、ESGに関する年次レポートを発行し、ベアリングスのESGに関する取り組みの進展について、すべての関係者が定期的に確認することが可能となっています。

### プライベート・クレジット投資においてベアリングスが重視する3つのESGに関するアプローチ

これまでにおける業界の歩みと今後の進展を考慮し、ベアリングスはプライベート・クレジット投資において、そのESGへのアプローチを特徴づける3つの重要な特性を有すると考えています。

1. **クレジット分析の初期段階においてESGに関する綿密な分析を実施。**ベアリングスは、ミドルマーケット企業への融資を検討する場合、ESGに関連するリスク要因を慎重に評価します。これは、訴訟、規制、風評被害などを通じて直接的または間接的に投資のライフサイクルを通じて事業運営に重大な影響を及ぼす可能性のある特定のESGに関連するリスクの有無を判断するために、企業を個別に評価することを意味します。仮に融資先の企業において、ESGに関する懸念を有する、またはESGに関する課題の改善に対して十分に取り組んでいない場合、融資を見送る場合があります。前述の通り、プライベート・クレジット投資は期中売却が不可能なバイ・アンド・ホールドを原則とした投資であるため、前もって投資対象を厳選することが必要となります。

ベアリングスはESGに関する懸念により、以下のような企業に対する投資を見送っています。

- 廃棄物処理方法で環境に関する問題が解決されていない**廃棄物処分業者**
- 非人道武器のシステムとつながりを持つ航空宇宙・防衛企業から収益の一部を得ている**ソフトウェア検査プロバイダー**
- 重大な規制および内部統制違反を経験し、ガバナンスの大幅な強化が未だ完了していない**企業管理事務サービスプロバイダー**

ベアリングスは、ESGに関する企業の取り組みを評価する際、その出発点のみならず、今後の方向性についても考慮する必要があると考えています。例えば、ある企業のESGに関する現在の取り組みが不十分であっても、改善させる意欲を示している場合においては、当該企業の分析を進めることが可能となる場合があります。

- 2. 投資時に保護を獲得し、ポジティブな変化を促進。**ベアリングスは、ローンの条件、そして最終的には価格設定を通じて、ESGに関する取り組みに影響を及ぼす革新的な方法をますます活用しています。その一例として、企業の活動を制限する項目を融資契約書の条件に追加し始めています。例えば、企業が販売活動を行うことが可能な市場や買収の種類を制限することが挙げられます。このような予防措置を講じることにより、ESGに関連したリスクに関して、現在投資している事業が将来的に投資時点から大きく異なった状況に移行することを防ぎます。

このような保護の獲得に加えて、ベアリングスはミドルマーケット企業におけるESGに関する問題に焦点を当てるため、その影響力の行使を開始しています。**2020年、ベアリングスはグローバル・ミドルマーケットにおいて初となる、ESGに関する目標条項を盛り込んだユニットランシェ・ローンへの融資を実行しました。**これは、融資先企業が、温室効果ガス排出量の目標値までの削減、サステナビリティ・オフィサーの採用および環境に関する報告の増加といった一定の基準を満たした場合、貸出金利を引き下げることが可能とする条項を融資契約書に追加することで実現しました。この種の融資形態は、プライベート・クレジット市場においては初の試みでしたが、現在においてはベアリングスのグローバル・プライベート・ファイナンス事業全体において模索されています。ESGに対する取り組みは、欧州やオーストラリアが先行していますが、米国やアジア太平洋地域においてもこの新たなアプローチが普及しつつあります。

この取り組みの一環として、ベアリングスは、外部の法律の専門家と協業し、案件分析チームが新規取引を実行する際に融資契約書に追加することが可能なESGに関連する条項を25以上作成し、蓄積しています。これらの条項は、各企業が事業展開する業界に応じて適宜融資契約書に盛り込むことが可能であり、例えば、以下のような多様なテーマをカバーしています。:

- ESGおよびサステナビリティに関連した広範なテーマに対する、取締役会およびシニアマネジメントからの注目
- 取締役会の多様性に関する目標
- 賃金格差の問題に対処するための基準
- 二酸化炭素排出量の削減目標

企業がESGへの取り組み強化を目指す中、これらの条項の蓄積により、ベアリングスの案件分析チームは、プライベート・エクイティ・スポンサーおよび借手のために、最も重要な課題および時間をかけてそれを改善する方法を特定することが可能です。

- 3. 透明性およびレポーティング。**ベアリングスは、ESGインテグレーションとエンゲージメントに対するアプローチが有益であり、実際に意図した結果をもたらしていることを確信したいと考えています。ミドルマーケット企業がESGに関する取り組みに注力することを引き続き奨励していますが、その達成目標として、情報の量と質が改善し、進捗状況をより正確に把握できることを期待しています。同様に、ベアリングスのプライベート・クレジット・チームは、2015年以降、投資機会におけるESGに関する考慮事項を追跡しているほか、ESGに関する年次レポートを発行し、ESGに対するアプローチおよびその結果について社内外にレポートしています。ベアリングスは、依然として成長と改善に対する機会が数多く存在することを認識しているため、レポーティングの透明性がパートナーおよび関係者とのエンゲージメントの機会を広げ、かつ改善につながると確信しています。

## 変化は浸透し、全ての利害関係者が恩恵を享受する

ベアリングスはこれまで、企業ガバナンスに対する取り組みや、環境・社会への影響を評価することが、優れたクレジット審査を行う上において重要な要素であると考えてきました。現在、これらの要素はESGとして投資の現場において具現化しています。現在、ESGは投資に関するすべての話題の中心となっていますが、これが単なる流行であり、数年後に別の流行に入れ替わるとは考えていません。ESGに焦点を当てた投資は、今後も普及していくと思われます。

より持続可能な事業およびその投資へと移行することにより、企業、投資家、および社会に対して大きなメリットがもたらされると思われます。ミドルマーケット企業は、大規模な上場企業と比較して、ESGへの取り組みに関して未だ遅れをとっている可能性があります。すでに市場は大きな進歩を遂げています。プライベート・クレジット投資におけるESG要因の考慮は、今後も進化を続けることが確実であり、ベアリングスはその最前線に立ち続けます。

このトピックについては、著者であり、グローバル・プライベート・ファイナンス・グループのマネジング・ディレクターであるAaron Gillepsie（アロン・ギレプシー）が出演している、ポッドキャストの最新エピソードをお聞きください。\*

\*ポッドキャストURL: <https://www.barings.com/viewpoints/esg-innovations-in-private-credit>



Barings is a \$382+ 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"). Some Affiliates may act as an introducer or distributor of the products and services of some others and may be paid a fee for doing so.

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。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。1929157

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

\*As of June 30, 2021

21-1746291