

債券運用戦略のためのサステナビリティ・ツールボックス

- サステナビリティ関連の情報を採り入れることによって投資判断の質は向上
- ロベコではポートフォリオの持続可能性を高めるために幅広いツールを活用
- これらのツールには、リサーチと継続的なイノベーションに対するロベコのコミットメントが反映される

Fixed income solutions
機関投資家向け
2023年2月

クレジット・チーム責任者
Taeke Wiersma

目次

はじめに.....	3
SDG フレームワーク.....	5
炭素排出量分析ツール.....	7
カントリー・サステナビリティ・ランキング.....	9
ESG ラベル付き債券の選別フレームワーク	11
グリーンボンド・フレームワーク.....	13
ESG 統合フレームワーク.....	15
アクティブ・オーナーシップ.....	17
除外方針.....	19
外部データ.....	21

はじめに

投資家には、資金フローを社会の幸福に振り向ける重要な役割があります。その本質は、サステナビリティと魅力的なリターンを両立させることにあります。

ロベコは早くも 1990 年代からサステナビリティを取り入れ、今では思考の根幹を成すようになりました。経済、環境、社会に関連する資産を保護することが、健全な経済と魅力的なリターンを実現する前提になると いうビジョンを掲げています。

もっとも、これを実現するのは容易なことではありません。資産運用のテーマとしてサステナブル投資が人気を増す中で、この分野において頑強な体制を築く作業の複雑性について、強調しておくことが重要であると考えます。

ロベコでは、長年の経験に裏打ちされた、綿密なリサーチ、社内に蓄積された知識、統合されたシステム、適切な人材という、強固な基盤を備えています。

「サステナビリティは進化を続ける分野であり、最新の知見や動向を把握するためには、継続的な教育が必要になります」

しかしながら、先駆者の立場にあっても、日々学習が続いている。サステナビリティは進化し続ける分野であり、最新の知見や動向を把握するためには、継続的な教育が必要になります。

ロベコは 10 年ほど前に、サステナブル投資のスペシャリスト・チームを独立して設置するよりも、投資プロセス全体において ESG を統合する方が重要であると主張しました。その後、議論は急速に進展しています。最近では、排出量データの複雑性に焦点を当てつつ、2030 年までのスコープ 3 排出量の推移を予測するとともに、ポートフォリオへの実影響の計測手法についても議論しています。

このように、まったく新しい“球技”に進化したわけですが、変化が終わったわけではないことは確かです。もっとも、ロベコにとって、このような課題に立ち向かうのは初めての試みではありません。リサーチ主導のアプローチに基づいて、サステナビリティとそれに付随する

複雑な問題を、長期的に重要なトレンドとして的確に捉えています。

サステナブル投資という未知の領域を切り開くために、イノベーションを推進していきたいと考えています。気候関連投資の分野では、すでに知的財産を公開していますが、現在では生物多様性の分野において、同様の動きを進めています。今後は、人権の分野にも広げていく方針です。

足元では、ロベコのリサーチ体制は、特に債券の分野において、重要な役割を果たしています。サステナブル投資の観点から、債券は株式と若干異なります。債券運用においては、主にサステナビリティ要因に由来するダウンサイド・リスクの管理に重点が置かれることが、重要な違いとして挙げられます。債券ポートフォリオに内在するリスクを特定、評価、削減することによって、リスク調整後リターンの改善を図る際に、サステナビリティの考え方方が極めて重要であると考えます。

もう 1 つの重要な違いとして、株式投資とは異なり、債券のユニバースには企業だけでなく国が含まれます。この点は、サステナビリティ・リスクの評価の幅や適用する手法に、影響を及ぼします。具体例を挙げると、本レポートの中で紹介しているように、国債の銘柄選定プロセスには、ロベコ SAM カントリー・サステナビリティ・ランキングの調査結果が反映されています。さらに、業界全体が ESG 統合の次のステップに進み、投資がもたらすプラスとマイナスのインパクトに注目するようになる中で、サステナビリティに関するお客様のご希望に確実に応えるべく、SDG フレームワークなどのツールを活用しています。

本レポートでは、債券の分野におけるサステナブル投資の意味を理解して頂くため、ロベコが債券運用において日常的に利用するサステナビリティ・ツールの概要をわかりやすく、かつ魅力的に紹介します。詳細やリサーチの内容に関しては、ロベコの担当者までお気軽にお問い合わせください。

債券およびサステナビリティ担当最高投資責任者(CIO)
Victor Verberk

債券運用における サステナビリティ・ツールの概観

ロベコは債券ポートフォリオのサステナビリティを向上させるために、幅広い手法を活用しています。

一連のサステナビリティの手法には、ロベコの SDG フレームワーク、強力な炭素排出量分析ツール、ロベコ SAM カントリー・サステナビリティ・ランキング、エンゲージメントなどが含まれます。

これらのツールを用いて、投資プロセスのあらゆる段階において、サステナビリティの視点を統合することが可能になります。また、多様なサステナビリティの選好に応えるために、モジュール方式を採用することも可能です。次ページ以降では、各ツールを個別に紹介します。

あらゆる段階にサステナビリティの視点を統合



SDGフレームワーク
国連の持続可能な開発目標
(SDGs)に準拠した投資



カントリー・サステナビリティ・
ランキング
国固有のリスクの早期警戒
信号としてESGの知見を活用



炭素排出量分析ツール
パリ協定の目標に準拠した
ポートフォリオの構築



ESGラベル付き債券
グリーンウォッシング・リスク
の削減とESGラベル付き債券
を通じたインパクトの実現



グリーンボンド・フレームワーク
調達資金を信頼性の高い形で
利用するための5段階フレーム
ワーク



ESG統合フレームワーク
ESGの観点からクレジットの
ダウンサイド・リスクを特定



アクティブ・オーナーシップ
企業をポジティブな方向に導く
ためのエンゲージメント



除外方針
投資先企業が最低基準を満たす
ことの確認



外部データ
顧客の選好に合わせたベスト・
オブ・ブリード・アプローチ

出所: ロベコ

SDG フレームワーク

ロベコが独自に開発した SDG フレームワークは、発行体の SDGs との適合性を定量化するための、明確で一貫性のある指針を提供します。

ロベコの SDG フレームワークは、債券発行体の SDGs (国連の持続可能な開発目標)との適合性を計測する、ルールベースで複製可能なアプローチを提供するものであり、次の 3 つのステップから構成されます。

3 段階のプロセス

ステップ 1: セクター/企業は何を製造しているのか

このプロセスでは、発行体の活動を関連セクターのベースラインと紐付けすることを起点とします。セクター内の各企業の貢献度は、セクター固有の広範なサステナビリティ指標のパフォーマンスに基づいて評価されます。この指標は、各 SDGs の裏付けとなるターゲットに対応します。

ステップ 2: 企業はどのように活動しているのか

ステップ 2 では、製品製造のプロセスと、プロセスの SDGs との適合性が評価されます。公害は発生していないでしょうか。労働者の権利は尊重されているでしょうか。取締役会の多様性は確保されているでしょうか。分析においては、企業のガバナンス、社内規定、サステナビリティの問題に関する実績を包括的に評価します。

ステップ 3: 企業は物議を醸す問題や訴訟に関与していないか

製品や製造のプロセスが SDGs に適合していたとしても、SDGs にネガティブなインパクトを与えるスキヤンダルが発生することがあります。汚職や収賄、人権侵害などが例として挙げられます。

このため、アナリストはモニタリングの最終段階において、企業が物議を醸す問題や訴訟に関与していないかを確認します。物議を醸す問題が SDGs にネガティブなインパクトを与えていないか、是正措置が適切に講じられているか、断固たる予防措置が講じられているかといったポイントが、重要になります。

発行体の SDGs に対する貢献度の定量化

以上の 3 段階から構成される分析の結果は、SDG スコアという形で定量化されます。インパクトがポジティ

ブであれば、貢献度の大きさや質に応じて、「+1」(低位)から「+3」(上位)までの SDG スコアが与えられます。同じように、インパクトがネガティブであれば、SDGs に逆行する度合いに応じて、「-1」から「-3」(最下位)までの SDG スコアが与えられます。決定された SDG スコアは、ロベコの SDG 特化型投資商品において、投資のスクリーニングやポートフォリオの分析に利用することができます。

ロベコの戦略への統合

ロベコでは現在、(1)ロベコ SAM ヨーロ SDG クレジット戦略、(2)ロベコ SAM グローバル SDG クレジット戦略、(3)ロベコ SAM SDG クレジット・インカム戦略、(4)ロベコ SAM SDG ハイイールド債券戦略、(5)ロベコ・サステナブル新興国市場クレジット戦略、(6)ロベコ・サステナブル・アジア債券戦略という、SDGs に関する 6 つの債券ファンダメンタルズ戦略を提供しています。すべての戦略において、投資ユニバースの決定に際して SDG フレームワークを活用します。(1)～(4)の戦略では、SDG スコアが「0」以上の債券のみが投資対象として適格とされ、目標に逆行する企業は投資対象となりません。一方、(5)と(6)の戦略では、SDG スコアが「-1」である移行期の発行体も投資対象となります(組み入れ上限はポートフォリオの 20%)。

SDG フレームワークを上記 6 つのクレジット戦略に適用すると同時に、クレジット戦略全体において活用される、クレジットのファンダメンタルズ分析レポートにおいても利用しています。この方針には、持続性のない製品やサービスを提供する企業は追加的なリスクに直面する可能性があり、クレジット投資家にとってリスクになりかねないという、ロベコの考え方反映されています。

SDGs に対するインパクトやサステナビリティの特性の観点からクレジットの保有資産をスクリーニングすることが、運用成績にポジティブな影響を与えるというロベコの見解は、実証的にも裏付けられています。銘柄選択を通じてアルファを生み出す能力を損なわずに、パ

フォーマンスの低い企業を除外する能力が向上することになります。

現在、SDG 統合の次のステップとして、国を対象とする SDG フレームワークの開発に取り組んでいます。

SDG フレームワークの公開

ロベコの企業を対象とする SDG フレームワークと SDG スコアは、さらなるリサーチのために、学術界、顧客、サステナブル投資の専門家に対して公開されています。公開ベースのフレームワークを用いたコラボレーションによって、SDGs に関する理解が深まり、インパクト投資に対する最適なアプローチが実現すると考えています。

参考資料

追加情報は、以下のリンクをご参照ください。

<https://www.robeco.com/docm/docu-brochure-robecosam-sdg-framework.pdf>

炭素排出量分析ツール

強力なデータツールとして、ポートフォリオのカーボン・フットプリントに関する深い分析からの洞察を提供します。

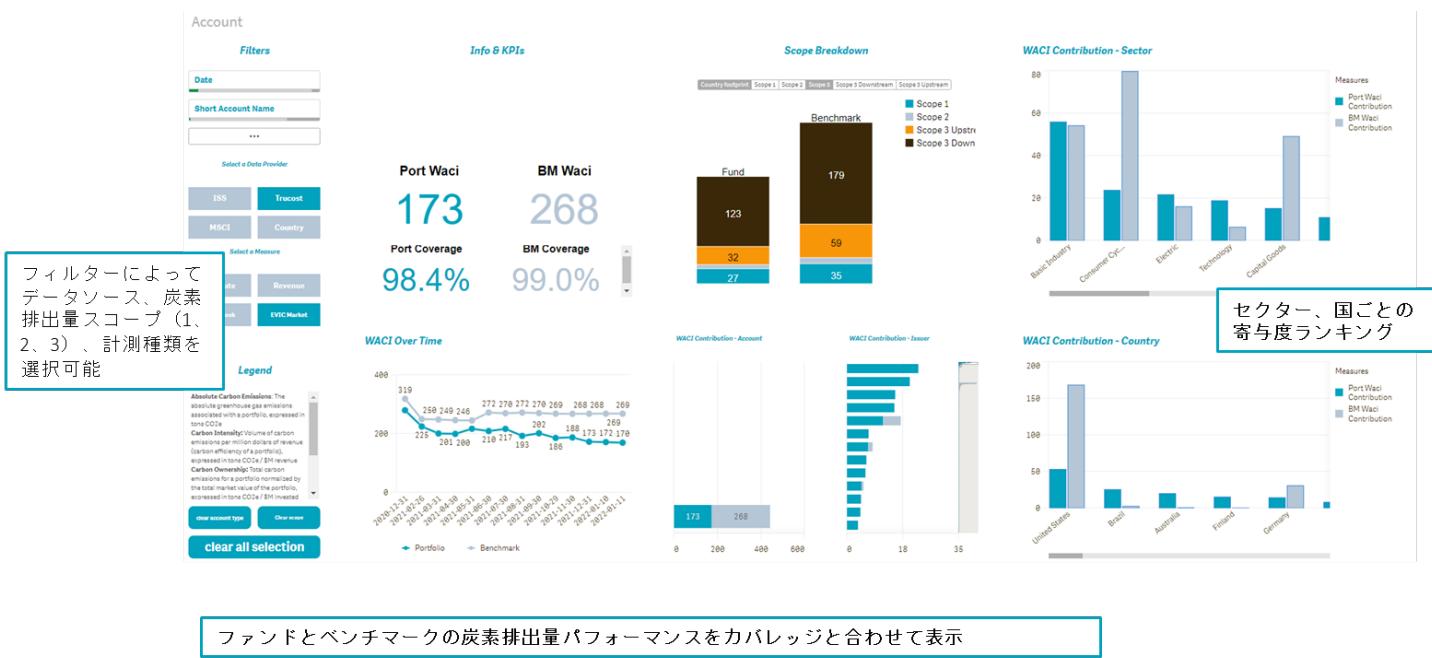
地球温暖化を産業革命以前対比で 2°C を大幅に下回る水準に、さらには 1.5°C までに抑制するというパリ協定の目標に準拠する形で、温室効果ガスを削減することに、ロベコはコミットしています。これに基づき、2050 年までに運用資産全体について、ネットゼロ実現を目指しています¹。

さらに、NZAM(ネットゼロ・アセットマネジャーズ・イニシアティブ)とオランダ気候アコードの署名機関として、投資活動と事業活動(ビジネス・トラベルを含む)において年平均 7% の脱炭素化を目標としています。これには、投資活動において 2025 年までに 30%、2030 年までに 50% の脱炭素化を実現する目標が織り込まれています。

ロベコでは、ポートフォリオに関連する温室効果ガス排出量のフットプリントの削減状況を、アクティブに管理するツールを開発しました。その 1 つが炭素排出量分析ダッシュボードであり、すべての投資チームがそれぞれ運用するファンドにおいて、温室効果ガス排出量のベンチマーク対比でのトラッキングに活用しています。

¹ 運用資産残高の約 40% が脱炭素化の暫定目標の範囲となっています。追加情報は「排出量ネットゼロに向けたロードマップ ([Roadmap to Net Zero](#))」をご参照ください。

図表 1 | ロペコの炭素排出量分析ダッシュボード



出所：ロペコ。例示のみを目的とします。上記の情報はロペコが有する特定の機能に関する情報を読者に提供することを意図するものですが、有価証券または投資商品の売買の推奨を構成するものではありません。

また、ダッシュボードを用いることによって、各企業の温室効果ガス排出量をスコープ別に深く分析したり（時系列的な推移を含む）、セクター、国、発行体ごとに、さまざまな標準化の基準（企業の場合は EVIC（現金を含む企業価値）や売上高などによる標準化、国の場合には GDP や人口などによる標準化）に基づいて、データを分解したりすることが可能になります。

ネットゼロに向けたコミットメントとして、ポートフォリオ全体のスコープ 1 と 2 の温室効果ガス排出量（CO₂ 換算トン/投資額 100 万ドル）を計測し、トラッキングした上で、進捗状況を年次のサステナビリティ報告書において報告しています。ポートフォリオ固有の数値に関しては、社内報告用ツール「ESGenius」を用いて、スコープ別やセクター別の、温室効果ガス排出量の詳細を顧客に報告することが可能です。

企業レベルの気候ダッシュボード

これに加えて、アナリストは企業レベルのダッシュボードを用いて、各社の詳細な気候関連情報にアクセスすることができます。これには、気候 VaR（バリュー・アット・リスク）、物理的気候リスクに対するエクスポージャー、気温上昇推計値、SBT イニシアチブ（科学的根拠に基づく目標イニシアチブ）からの情報などが含まれます。また、アナリストは、各社の TPI（トランジション・パスウェイ・イニシアチブ）に基づくランキングと、

炭素削減目標が SBT イニシアチブによって確認済みであるかどうかを考慮に入れます。

この他に、毎月、リスク管理部門は投資チームとの間で、サステナビリティ・リスク報告書を共有します。報告書には、シナリオ分析やポートフォリオ・レベルでの気温上昇推計値を含む、気候変動リスク分析が盛り込まれています。

カントリー・サステナビリティ・ランキング

ロベコ SAM カントリー・サステナビリティ・ランキングは、幅広いサステナビリティの指標について、各国のパフォーマンスを分析するための、包括的なフレームワークです。算出されたスコアは、各国への投資に付随するリスクと機会を浮き彫りにする役割を果たします。特に、投資家がリスク・リターンの観点から各国、各地域を比較する際に、有益な参考情報の枠組みを提供します。

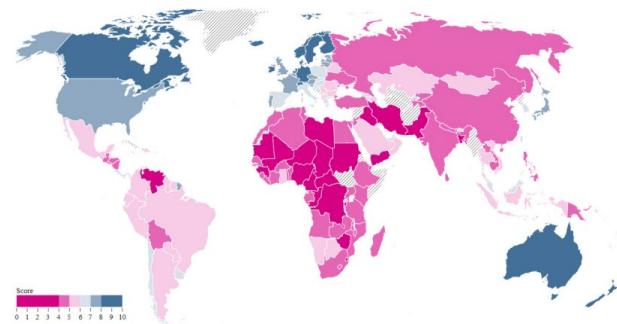
ロベコのカントリー・サステナビリティ評価ツールは、ESG 要因に焦点を当てることによって、各国の強みと弱みについて包括的な視点を提供します。高齢化の進展、汚職、諸制度、環境リスクなど、一般に従来のソブリン・リスク格付けではカバーされない側面も、評価の対象になります。ロベコ SAM カントリー・サステナビリティ・ランキングは、標準的なソブリン格付けと合わせて活用することによって、国債のリスク分析の質を高め、より的確な情報に基づく投資判断を可能にする、強力なツールとして機能する可能性を秘めています。

150 力国で構成されるユニバース

カントリー・サステナビリティ・ランキングは年 2 回更新され、150 の新興国、先進国を分析の対象としています。評価とランキングから得られる知見は、ロベコの国債運用戦略の投資プロセスに採り入れられ、また、S&P ESG ソブリン債インデックス・ファミリーのカントリー・ウェイトを決定する際にも利用されます。

カントリーESG スコアは、投資家にとって重要で経済的に意味を持つと考えられるさまざまな特性において、各国を比較する目的で利用されます。ランキングの枠組みの中で、23 の先進国と 127 の新興国・発展途上国から構成される 150 力国のユニバースを対象に、スコアが計算されます。

図表 2 | グローバル・カントリー・サステナビリティ・ランキング



出所: ロベコ

ランキングの計算

ランキングの元となるサステナビリティ・スコアは、50 の指標に基づいて決定されます。50 の指標は 15 の基準に集約され、このうち 4 つは「環境」、5 つは「社会」、6 つは「ガバナンス」に関連します（全体に占めるウェイトはそれぞれ 30%、30%、40%）。スコアは 1 から 10 までの値をとり、10 が最高のスコアとなります。

ロベコの運用戦略への統合

カントリー・サステナビリティの評価とランキングから得られる知見は、ロベコ・ユーロ国債戦略、ロベコ・オール・ストラテジー・ユーロ債戦略、ロベコ・グローバル・トータル・リターン債券戦略など、国債を投資対象とする運用戦略の投資プロセスに採り入れられます。

これらの戦略では、カントリー・アロケーションが運用成績の重要な決定要因となります。カントリー・サステ

ナビリティ・ランキングから得られる情報は、景気サイクルや債務持続性と合わせて、カントリー・アロケーションの枠組みにおいて重要な構成要素となります。

カントリー・アロケーションの枠組みにおいて、(利回りやバリュエーションの格差に基づく)各国のリスク・プロファイルやスプレッドの見通しを評価することが可能になります。この評価に基づいて、対象国はオーバーウェイト・ポジションとアンダーウェイト・ポジションに大別され、多国間の相対的な利回りの変動が収益の源泉となります。

また、クレジットのファンダメンタルズ分析の一部を構成する、ガバナンスの枠組みの質を評価する際の情報としても、利用されます。

参考資料

追加情報は、以下のリンクをご参照ください。

<https://www.robeco.com/en/key-strengths/sustainable-investing/country-ranking/>

ESG ラベル付き債券の選別フレームワーク

さまざまな ESG ラベル付き債券²を対象とするロベコの 5 段階選別フレームワークに基づき、国際的に認められた基準を満たし、インパクトを生み出すとロベコが確信する債券だけが、ロベコの運用戦略において組み入れ適格とされます。

幅広い ESG ラベル付き債券

グリーンボンドとは、グリーン・ビルディングや再生可能エネルギー・プロジェクトなどの環境に優しいプロジェクトに、調達資金が充当される債券を意味します。

ソーシャルボンドとは、低所得地域や社会福祉の向上に焦点を絞ったプロジェクトなど、社会的に有益なプロジェクトに、調達資金が充当される債券を意味します。

サステナビリティボンドとは、持続可能な成果を生み出す目的で、調達資金が利用される債券を意味します。このため、社会や環境に関連するプロジェクトへのファイナンスは、資金使途として適格とされます。

サステナビリティ連動債券とは、事前に定められた発行体のサステナビリティの目標に連動した特性を有する債券を意味します。

ロベコのフレームワークを用いた適切な債券の選択

ポートフォリオの組み入れ対象として選択した債券が、発行体のサステナビリティに関連する主張と確実に適合するように、4 つの 5 段階債券選別フレームワーク (ESG ラベル付き債券の種類ごとに 4 つのフレームワークが利用可能) のうち 1 つを適用します。

「ロベコの戦略において組み入れ適格となるには、5 段階すべてを満たす必要があります」

ビジネスモデルの持続可能な転換にコミットする発行体に対する資本配分を推進し、長期的なバリューを生み出す未来志向のイニシアティブに資金を提供するという目標の実現に、この分析は役立ちます。

ESG ラベル付き債券の種類ごとに用意されたフレームワークは、それぞれ同様の構成となっています(グリーンボンドを例として、手続きを詳述した次のチャプターをご参照ください)。

ステップ 1~3 においては、債券の発行目論見書が精査されます。ステップ 1 の目的は、表明された ESG の目的に関連する原則や業界標準と本当に整合的であるのかを評価すること、ステップ 2 の目的は、どのような資金使途が規定されているのか、事前に定められたサステナビリティの目標が有意義であるのかを検証すること、ステップ 3 の目的は、インパクト・レポーティングを精査することになります。

ステップ 4~5 においては、債券の発行体の分析として、サステナビリティ戦略の検証と企業行動の評価が求められます。

ロベコの運用戦略では、組み入れ適格となるグリーンボンド、ソーシャルボンド、サステナビリティボンドは 5 段階すべてを満たしている必要があります。

² グリーンボンド、ソーシャルボンド、サステナビリティボンド、サステナビリティ連動債券を包括する概念として、「ESG ラベル付き債券」という用語を用いています。

適格な ESG ラベル付き債券のユニバースが決定されると、ロベコの債券運用チームが用いる規律の高い再現性のある投資プロセスに基づいて、ファンダメンタルズ分析が実施されます。

グリーンボンド・フレームワーク

5段階方式に従って、企業、国、国際機関が発行する債券がグリーンであるかどうか判断します。グリーンボンド投資においては、5段階すべてが充足されない限り、組み入れ適格とみなされません。

グリーンボンドの選別プロセスは以下の通りです。

ステップ 1: グリーンボンド・フレームワークと業界標準との整合性

ステップ 1 では、発行体のグリーンボンド・フレームワークと業界標準との整合性を判断します。業界標準としては、気候債券イニシアティブ(CBI)が策定する気候ボンド基準および認証スキーム、グリーンボンド原則(GBP)、EU グリーンボンド基準などの国内(域内)基準が挙げられます。

また、発行体が自らのグリーンボンド・フレームワークについて外部からの検証を模索したかどうかも、考慮に入れます。

ステップ 2: 資金使途の検証

ステップ 2 では、発行体が主張する環境へのインパクトについて評価するために、資金使途の規定を検証します。グリーンボンドは実質的に、資金使途が定められた通常の債券であり、ファイナンスの対象となるプロジェクトの分析が重要になります。

グリーンボンドの発行代り金は、持続可能な活動に関する EU タクソノミーの審査基準に基づいて、環境目的の 1 つに適格とされます。目的の 1 つに貢献することに加えて、他の 5 つの目的を著しく害する活動に資金を充當しないことが条件となります。

ステップ 3: インパクト・レポートティングの精査

ステップ 3 では、発行体が提供するインパクト・レポートティングを精査します。資金使途と環境目的に対するポジティブな貢献について、少なくとも年次での報告が求められます。また、発行体にとっては、報告するインパクトについて、外部から保証を(事後的に)取り付けることも選択肢になります。その場合、監査法人が財務諸表に対する監査の一環として保証を提供する、という形も考えられます。

発行体が発行目論見書に記載された資金使途に従わないことが判明した場合、当該債券の投資における適格性について再検討することになります。調達資金

がポジティブなインパクトを生まない既存の業務に充当される場合には、適格性が失われる可能性が高くなります。

状況によっては、資金調達プロセスに関するガバナンスについて議論を深めるために、発行体をエンゲージメントの候補先として選定するケースもあります。その結果、当該企業が投資推奨銘柄になる可能性もあります。

ステップ 4: 発行体の環境戦略の検証

ステップ 4 では、発行体の環境戦略を検証することによって、環境の持続可能性に関する包括的な考えが、理念やアプローチに反映されているかどうかを見極めます。このステップの目的は、持続可能性の向上に向けた大きな一步を踏み出していない企業への投資を回避することにあります。このステップでは、企業、国、政府関連機関の幅広い戦略について考察します。例えば、燃料炭に関して一貫した戦略や拡張計画が用意されていなければ、「不合格」となります。

ステップ 5: 発行体の企業行動の評価

ステップ 5 では、発行体がトラブルに巻き込まれていないことや、人権や労働者の権利の尊重といった国際的な規範を順守していることを確認するため、企業行動に注目します。企業行動が国連グローバル・コンパクトの原則などの国際基準に違反していないこと、国際的な制裁の対象とされていないことを確認する観点から、発行体を審査します。

ロベコの運用戦略への統合

ロベコはこのフレームワークを用いて、社債や国債が本当にグリーンであるかどうかを判断します。5つのステップがすべて充足されれば、投資におけるグリーンボンドの適格性が認定されることになります。

ロベコのグローバル/米国のグリーンボンド運用戦略では、このフレームワークに基づいて投資ユニバースを決定します。また、コア債券運用戦略におけるグリー

ンボンド投資の選定プロセスにも、このフレームワークが適用されます。

最終的に、ポートフォリオ・マネジャーは、投資プロセスの一環として、適格なグリーンボンドをポートフォリオに組み入れるかどうかを決定します。

参考資料

追加情報は、以下のリンクをご参照ください。

<https://www.robeco.com/docm/docu-robeco-green-bond-framework.pdf>

ESG 統合フレームワーク

ロベコではボトムアップのクレジット分析において、ESG 関連の情報を体系的に採り入れます。その背景には、経済的に重要な ESG 関連の情報を利用することによって、より良い情報に基づく投資判断が可能になるという信念があります。

2010 年以降、ロベコの投資プロセスにおいて ESG の視点は不可欠なものとなっています。ESG の視点は、クレジットのファンダメンタルズ戦略において、サステナブル投資手法の重要な要素を構成しています。投資先企業を評価する際に、また、サステナビリティ特化型であるかどうかにかかわらず、すべてのファンダメンタルズ戦略において、ESG の視点を取り入れます。

信用力が急激に悪化する事例の多くは、ガバナンス体制の不備、環境問題、安全衛生基準の脆弱性といった問題に起因します。ESG 要因に注目することによって、投資先企業の全体像をより的確に把握することが可能となり、ポートフォリオにおいて良質な資産のみを選択する取り組みの一助になると考えます。

ESG の視点が F スコアの一部を構成

クレジット分析においては、主に発行体のキャッシュ創出力、キャッシュフローの質、債務返済能力に焦点を当てます。各項目について結論を導く上で、5 つの要因を評価します。評価の結論は、ファンダメンタルズ・スコア(F スコア)という形で表われされます。5 つの要因の 1 つが、発行体の ESG プロファイルになります。

この要因に関連して、ロベコのチームがセクターごとに定義付けた主要な ESG 要因の観点(気候変動への配慮を含む)において、各発行体がどのように位置付けられるのか、また、クレジットのファンダメンタルズにどのような影響が及ぶ可能性があるのかについて、分析を行います。

ESG リスクの 4 段階評価

ESG 要因とクレジットのファンダメンタルズに対する意味合いを評価する際に、製品・サービスが与えるインパクト、ガバナンス体制、ロベコのアーリストがセクター/サブセクターごとに定義付けた主要な ESG 基準の観点における発行体の位置付け、脱炭素化戦略という、4 つの要素を検討します。

- **製品が与えるインパクト:** サステナブルでない製品やサービスを提供する企業は追加的なリスクに直面すると、ロベコは考えます。そのような製品に対する需要は縮小する可能性があり、また、環境規制が強化されれば、企業のビジネスモデルはさらなる制約を受け、設備投資や研究開発の費用が増加する可能性もあります。
- **ガバナンス:** ガバナンス体制の質を評価する際に、S&P コーポレート・サステナビリティ評価スコアや、グラス・ルイスと Sustainalytics のリスク・スコアをはじめとする、さまざまな情報を活用します。
- **主要な ESG 要因:** このステップの目的は、各セクター/サブセクターの主要な ESG 要因における企業の位置付けを決定することにあります。リサーチ活動および経営陣との面談、サステナブル投資リサーチ・チームが作成する企業プロファイルのレポート、S&P コーポレート・サステナビリティ評価、Sustainalytics のリスク・スコア、企業行動の実績など、さまざまな情報を採り入れたアーリストによる評価が、プロセスの出発点となります。

対象企業によっては、他の要因が関連する場合があります。例えば、ある企業が贈収賄スキャンダルに関与した場合、同企業が属するセクターにおいて贈収賄が主要なリスク要因と見なされていない場合でも、問題を検証することが重要になります。

- **気候戦略:** すべての対象企業について、気候変動がクレジットのファンダメンタルズに与えるインパクトを評価します。考慮する項目としては、現在の排出量の水準、削減目標、確約された設備投資計画、代替の製品、炭素税などが挙げられます。ロベコのサステナブル投資共同委員会(SI センター)と連携しつつ、セクター別脱炭素化パスウェイ(SDP)の指摘事項をこれまで以上に重視しています。SDP に基づいて、企業の現在および将来の気候変動に対するエクスポージャーと、それがクレジットのファン

ダメンタルズに与える潜在的なインパクトについての評価が可能になります。

クレジット・アナリストが作成する企業プロファイルをすべて精査することによって、ESG の観点がクレジットのファンダメンタルズにどの程度大きなインパクトを与えていたかを把握します。最新のデータによると、約 28.6% の企業の財務プロファイルに対して、ESG 情報が重要なインパクトを与えていたことが確認されています（22.4% がポジティブなインパクト、6.2% がネガティブなインパクト）。

参考資料

追加情報は、以下のリンクをご参照ください。

<https://www.robeco.com/en-int/insights/2021/06/finding-the-downside-risks-in-credit-with-esg>

アクティブ・オーナーシップ

ロベコのエンゲージメント・プログラムでは、経済的に最も重要な ESG 関連の問題を特定し、エンゲージメントに取り組み、焦点を絞った問題に対する企業行動の改善を図ることに注力しています。

建設的な対話

エンゲージメントとは、投資先企業がどのようなサステナビリティのリスクと機会に直面しているのか、それがどのように管理可能であるのか、また、どのように管理すべきであるのかを、機関投資家と建設的に議論することを意味します。

ロベコは投資先企業との間で、バリュー・エンゲージメント、エンハンスト・エンゲージメント、SDG エンゲージメントという、3 種類のエンゲージメントに取り組んでいます。この 3 つを通じて、企業の長期的なパフォーマンス、ひいては顧客のための投資のクオリティを向上させるために、ESG 関連の問題に対する企業行動の改善を図ります。

「企業の長期的なパフォーマンス、ひいては顧客のための投資のクオリティを向上させるために、ESG 関連の問題に対する企業行動の改善を図ります」

バリュー・エンゲージメントでは、企業のバリューションとバリューの創出能力に影響を及ぼす可能性がある、経済的に重要で長期的な ESG 関連のリスクと機会に焦点を当てた、プロアクティブなアプローチを採用します。サステナビリティ関連の企業行動と企業統治を改善することによって、投資家のためにバリューを創出することが、主要な目的となります。

エンハンスト・エンゲージメントでは、人権、労働、環境、生物多様性、企業倫理などの分野において、最低限要求される行動規範に深刻かつ構造的に違反している企業に焦点を当てます。企業統治、社会的責任、環境、透明性に関する国際的に認められた行動規範に照らして、不十分である部分に対応することが、主要な目的となります。

SDG エンゲージメントでは、3~5 年間のエンゲージメント期間において、企業の SDGs に対する貢献度を明確かつ計測可能な形で改善することを目指します。

ロベコはエンゲージメントのアプローチを選好

投資ユニバースから除外するよりも、企業と建設的な対話に取り組む方が効果的であると考える一方で、一歩踏み込んだ措置が必要な場合もあります。エンハンスト・エンゲージメントが望ましい変化につながらない場合には、ロベコもしくはロベコの顧客にとって、当該企業を投資ユニバースから除外することも選択肢になりますが、この選択肢は最終手段として位置付けています。

焦点を絞った広範なエンゲージメントのアプローチ

ロベコでは、最も重要な ESG の要因とテーマを念頭に置きつつ、厳選した企業とのエンゲージメントに注力しています。はじめに、根拠に基づく具体的な成果を生み出すように策定された、明確な目標を設定した上で、体系的に綿密なエンゲージメントに取り組みます。

エンゲージメントのテーマと対象企業は、経済的な重要性の分析に基づき、社内のアナリストおよびポートフォリオ・マネジャーと協力して選択します。テーマに取り組む前に、思考過程、選択、テーマの策定について、顧客の声に耳を傾けます。毎年、3 つから 5 つのエンゲージメント・テーマを新たに選択した上で、そのテーマに取り組むことが最も重要であると考えられる企業を、テーマごとに選択します。この段階においては、セクターと顧客の保有状況がさらに重要なインプットとなります。

エンゲージメントの期間は一般的には 3 年程度ですが、SDG エンゲージメントの場合は 3~5 年を要します。目標の半分以上が達成された段階で、エンゲージメン

トを成功裏に終了することが可能になります。エンゲージメントの成否にかかわらず、対象企業には結果を報告します。

ほとんどの場合、単独でエンゲージメントに取り組みますが、共同で行った方がより大きな成果があがるケースもあります。例として、投資家グループによるエンゲージメント会合の開催、対象企業の取締役会に対する書簡や株主提案など共同提出といった状況が考えられます。ロベコが取り組むエンゲージメントの 30%程度は、何らかの形での協働作業となります。

参考資料

追加情報は、以下のリンクをご参照ください。

<https://www.robeco.com/docm/docu-robeco-stewardship-policy.pdf>

除外方針

ロベコはサステナブル投資の提唱者として、自らあるいは顧客が不適切であると考える投資対象の回避に努めています。除外方針の中で、人間や地球に害を及ぼすと考えられる、あるいは将来的に座礁資産を生み出すリスクを内包する製品、サービス、事業慣行について、最低基準を定めています。

すべての標準的な債券関連の主要な投資戦略では、レベル 1 除外基準として設定される最低基準に従います。この基準では、除外を決定する前にエンハンスト・エンゲージメントに取り組むことを、重要な方針としています。サステナビリティ特性を強化した運用戦略では、レベル 2 除外基準として追加的な制約が加わります。例えば、不適切な行動を理由にエンゲージメントの対象とされた企業は、投資対象から外されます。また、気候関連戦略においては、EU ベンチマーク規制（パリ協定準拠型ベンチマーク）第 12 条に準ずる形で、より厳格な化石燃料に関する除外方針が追加的に適用されます。

ロベコの除外方針では、企業と国の除外基準が区別され、また、企業の除外基準が企業行動に基づく除外と製品に基づく除外に分類されています。

除外カテゴリー

企業行動に基づく除外では、物議を醸す企業行動がカバーされます。国際条約を指針として、国際基準に従って対応します。

製品に基づく除外は、製品に関連する企業行動全般に関連するものです。製品には、武器、タバコ、燃料炭、パーム油などが含まれます。すべての運用戦略において、物議を醸す武器が除外されるほか、サステナビリティ基準が強化された運用戦略においては、他のカテゴリーの武器も追加的に除外されます。

国の除外基準は、深刻な人権侵害が行われている国や、統治機構が崩壊している国に関連するものです。

加えて、関連性のある国連、EU、米国の制裁措置を順守し、これらに派生する強制的な（投資）制約に従います。

最後に、当該運用戦略が外部組織からラベルを取得している場合には、ラベルに基づく除外が適用されることがあります。

参考資料

追加情報は、ロベコの除外方針をご参照ください。
<https://www.robeco.com/docm/docu-exclusion-policy.pdf>

図表3 | ロペコの除外方針

	除外カテゴリー	スクリーニングのための参考指標	レベル1「除外」基準	レベル2「除外+」基準
企業の除外基準 企業行動に基づく除外	物議を醸す企業行動	ILO、UNGP、UNGC、OECDへの対応 ^{EE}	エンゲージメントを条件 ¹	テスト不合格
	気候基準	ロペコのパリ協定評価に関するエンゲージメント ^{EE}	エンゲージメントを条件 ¹	テスト不合格
	優れたガバナンス	ロペコの優れたガバナンスに関するテスト ^{EE}	エンゲージメントを条件 ¹	テスト不合格
	マネーロンダリング/ テロ資金供与対策 (AML/CTF)	ロペコのAML/CTF基準に基づくKYA評価	テスト不合格	テスト不合格
	武器	物議を醸す武器 製造、主要部品、サービスに関連する売上高	≥ 0%	≥ 0% ²
		軍事契約 兵器関連の製品・サービスに関連する売上高	該当せず	≥ 5%
		火器 製造に関連する売上高	該当せず	≥ 5%
		販売に関連する売上高	該当せず	≥ 10%
	化石燃料 ³	採炭・採掘に関連する売上高 石炭火力発電に関連する売上高	≥ 20%	≥ 20%
		石炭火力発電拡張計画（単位:MW、比例配分） ^{EE}	≥ 300 MW ⁴	≥ 300 MW
その他の製品	北極圏における掘削	採掘に関連する売上高	≥ 5%	≥ 5%
	オイルサンド	採掘に関連する売上高	≥ 10%	≥ 10%
	パーム油	RSPO認証取得の植林地面積 ^{EE}	≤ 50%	≤ 80%
	タバコ	製造に関連する売上高 販売に関連する売上高 関連製品・サービスに関連する売上高	≥ 0% ≥ 10% ≥ 50%	≥ 0% ≥ 10% ≥ 50%
国の除外基準	国	ロペコの国家除外テスト	テスト不合格	テスト不合格

^{EE} エンハンスト・エンゲージメント:除外基準はロペコのエンハンスト・エンゲージメント・プログラムにリンクしています。

1) 除外方針が適用される前に、エンゲージメントの対象となる場合があります。そのようなケースでは、エンゲージメントが不適になった場合に除外が決定されます。エンゲージメントの結果が望ましくないと判断された企業は、直接受ける除外の対象となります。エンゲージメントの望ましさは、エンゲージメントに対する対応能力（エンゲージビリティ）、関連性、規制順守などの除外方針のカテゴリーおよびファクターに基づいて決定されます。

2) レベル2基準の範囲には、核兵器不拡散条約（1968年）に定めるいわゆる「核保有国（米国、英国、フランス、ロシア、中国）」の核兵器に関与する企業も対象となります。

3) 気候関連のカテゴリーのいずれか1つに基づいて除外された企業が発行するグリーンボンドへの投資は、引き続き適格とされます。

4) 気候関連のエンハンスト・エンゲージメントの対象となる企業は、引き続き適格とされます。

その他の除外対象

- > パリ協定準拠
ベンチマーク
(EUベンチマーク規制)
- > ベルギー金融業協会の認証ラベル
「Towards Sustainability」
- > 制裁

外部データ

ロベコは多様なサステナビリティの目的において、幅広いデータソースを利用しています。すべてのデータソースに対して、クオリティと適合性の観点から厳格な検証作業が行われます。

サステナブル投資プロセスのインプット情報として、内部データと外部データを合わせて利用しています。基本方針として、それぞれの特性や目的に応じて、最善の情報源を選択します。一般に公開されている ESG 関連のデータや格付けなど、コモディティ化されたデータに関しては、関連性がある場合には外部からの購入を優先します。

データや分析ソースに関しては、Sustainalytics、MSCI、S&P、ブルームバーグなどのサービス・プロバイダーに依存しています。また、社内の SI センターによって作成された独自のコンテンツによって、外部のデータソースを補完しています。

図表 4 | サステナビリティの各項目に用いるデータソース



出所: ロベコ

外部のプロバイダーに対する厳格なデューディリジェンス

当然のことながら、データ取得プロセスの一環として、すべての潜在的なプロバイダーに対してデューディリジェンスを実施します。その中で、投資ユニバース、サステナビリティに関する選好、関連する技術的要件との適合性を確実にするため、定性的、定量的な分析を行います。

「投資ユニバース、サステナビリティに関する選好、関連する技術的要件との適合性を確實にするため、デューディリジェンスを実施します」

審査の初期段階においては、識別子の選択や関連するユニットの利用など、データ・モデルの確認作業を行います。次の段階以降では、異常値や傾向などの歪みを特定するため、統計的な観点からの詳細なチェックを実施します。また、ポートフォリオやベンチマークのユニバースがどの程度カバーされているのかを確認するとともに、関連性がある場合には、各データソースがポートフォリオにおける意思決定に与えるインパクトを評価します。

また、可能な場合には、内部リサーチによる評価とプロバイダーのデータを比較することによって、整合性が最も高いアプローチを特定します。このようなステップを経て、信頼性が十分に高いプロバイダーを選択します。

各データ・ドメインには所有者が設定されます。所有者は、コンテンツ、手法、プロセス管理、最終的にはクオリティに対して、監督責任を負います。これは、内部で生成されたデータと外部データの両方に該当します。また、必要な場合には、データ所有者はステークホルダーと協力して、ドメイン内のコンテンツを推測するための最適なアプローチを決定します。

参考資料

追加情報は、ロベコのデータ・ディスクロージャーをご参照ください。

<https://www.robeco.com/docm/docu-robeco-sfdr-data-disclosures.pdf>

重要事項

当資料は情報提供を目的として、Robeco Institutional Asset Management B.V. (“RIAM”)が作成した資料をロベコ・ジャパン株式会社が翻訳したものです。資料中の個別の金融商品の売買の勧誘や推奨等を目的とするものではありません。記載された情報は十分信頼できるものであると考えておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。意見や見通しはあくまで作成日における RIAM の判断に基づくものであり、今後予告なしに変更されることがあります。運用状況、市場動向、意見等は、過去の一時点あるいは過去の一定期間についてのものであり、過去の実績は将来の運用成果を保証または示唆するものではありません。また、記載された投資方針・戦略等は全ての投資家の皆様に適合するとは限りません。当資料は法律、税務、会計面での助言の提供を意図するものではありません。

ご契約に際しては、必要に応じ専門家にご相談の上、最終的なご判断はお客様ご自身でなさるようお願い致します。

運用を行う資産の評価額は、組入有価証券等の価格、金融市場の相場や金利等の変動、および組入有価証券の発行体の財務状況による信用力等の影響を受けて変動します。また、外貨建資産に投資する場合は為替変動の影響も受けます。運用によって生じた損益は、全て投資家の皆様に帰属します。したがって投資元本や一定の運用成果が保証されているものではなく、投資元本を上回る損失を被ることがあります。

弊社が行う金融商品取引業に係る手数料または報酬は、締結される契約の種類や契約資産額により異なるため、当資料において記載せず別途ご提示させて頂く場合があります。具体的な手数料または報酬の金額・計算方法につきましては弊社担当者へお問合せください。当資料及び記載されている情報、商品に関する権利は弊社または RIAM に帰属します。したがって、弊社または RIAM の書面による同意なくしてその全部もしくは一部を複製またはその他の方法で配布することはご遠慮ください。

商号等： ロベコ・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 2780 号 加入協会：一般社団法人 日本投資顧問業協会
