

サステナビリティの定量化

サステナビリティ 目標達成に向けた ソリューションの構築

5つの
ソリューション事例

ROBECO
The Investment Engineers

「数字」という灯で
先行きを照らす

機関投資家向け

2024年7月

本冊子は、2024年5月にロベコが発行した「Crafting solutions that meet your sustainability objectives」を翻訳したものです。

目次

1. お客様の課題	5
お客様に合わせて開発したソリューション5例	
2. ロベコのツール	7
フレームワークから段階別(信号)評価まで:洗練されたツールのレパートリー	
3. ソリューション	10
5つのサステナビリティ・ソリューション	
バイ・アンド・メインテイン戦略にパリ協定目標とSDGsを融合	11
貯蓄者層の快適で持続可能な老後を支援	13
気候目標に則した成長を捉えるマルチアセット・ソリューション	15
SDG投資においてアクティブ運用とアクティブオーナーシップを融合	17
株式ポートフォリオにおけるサステナビリティ向上と トラッキングエラー低減の両立	19

ソリューションを切り開く

世界中の投資家が、ポートフォリオのサステナビリティ向上という課題に直面しています。その実現には、いくつかの方法が考えられます。持続可能な開発目標 (SDGs) への貢献を目指す投資家もいれば、低炭素社会への移行 (クレイメート・トランジション) への投資を選択する投資家もいます。ここでは、適切なソリューションの提供が課題となります。

本冊子では、異なる5つの顧客事例を紹介します。これらの事例は、お客様の属性、課題、ソリューションなど、多くの面で異なりますが、1つの共通点があります。それは、サステナブル投資という目的です。

当然ながら各事例は1つ1つ異なりますが、お伝えしたいことは明確です。お客様の課題がどのようなものであっても、ロベコはお客様と協働で独自のソリューションをご提案します。

1

お客様に合わせて 開発した ソリューション5例

サステナブルなソリューションに対するお客様のニーズは絶えず変化し続けています。ロベコでは、一般的なサステナビリティ目標を満たす「既製」の運用戦略の提供にとどまらず、特定の目標に合わせたカスタムメイドの運用戦略も開発しています。例として、独自のテーマに対応した個別運用口座、マルチアセット型の運用戦略、複数の運用戦略の投資対象資産を活用した戦略が挙げられます。ここでは、一歩先の取り組みを求めるお客様にどのようなソリューションでお応えしたのかを示す、5つの事例をご紹介します。

お客様の課題1

SDGsとパリ協定に準拠した パイ・アンド・メインテイン戦略の 構築

英国の年金基金のお客様のために、クレジットを投資対象とする「パイ・アンド・メインテイン」型で、パリ協定に準拠した気候目標を組み入れSDGsにも貢献するポートフォリオを構築。

お客様の課題2

卓越したリターンと SDGsへのインパクト創出

アジアの保険会社のお客様のために、SDGsに貢献するテーマに純粋に的を絞ったテーマ型株式戦略を複数組み合わせた保険リンク商品を開発。

お客様の課題 3

**低炭素社会への移行によって促進される
成長を捕捉**

英国の貯蓄制度のお客様のために、気候目標に準拠したリターンの創出を目指し、極めて分散の効いたマルチアセット・ソリューションを用いて投資の脱炭素化を実現。

お客様の課題 4

**SDGsとエンゲージメントを組み合わせた
運用戦略の開発**

欧州の大手販売会社のお客様のために、ロベコのアクティブオーナーシップとSDG投資の枠組みを融合して、投資先企業とのエンゲージメントを基盤とする商品を開発。

お客様の課題 5

サステナブル株式ポートフォリオのトラッキングエラー低減

欧州の中堅プライベート・バンクのお客様のために、ロベコのクオンツ運用の専門性を活かして、サステナブル株式ポートフォリオのトラッキングエラーを低減。

それぞれストーリーは異なりますが、根底にある戦略は同じです。長期的なサステナビリティと低炭素社会への移行を個々のソリューションの中心に据えるためにカスタマイズする、というものです。ここからは、それをどのように実践したかを紹介しましょう。

2

フレームワークから 段階別(信号)評価まで: 洗練されたツールの レパートリー

ロベコは長年にわたり、ESG要因を投資プロセスに全面的に統合するため、リサーチ・ツールの開発を進めてきました。近年では、ネットゼロへの持続可能な移行を推進する中で、環境的要素への注力が特に大きくなっていますが、再生可能エネルギーへの移行に伴う雇用環境の変化、高排出企業に求められるガバナンスの改善など、移行がもたらす社会的影響にも、エンゲージメントを活用しながら取り組んでいます。



また、持続可能な開発目標 (SDGs) にも強い決意で取り組んでいます。SDGsには、低炭素社会への移行に直接関連する目標が含まれます。さらに、各国政府の対応やフォワードルッキングな(将来を考慮した)データの取得方法といった、より大きな課題も存在します。ロベコでは、数多くのツールを駆使してこれらのデータを生成し、株式や社債(クレジット)、ソブリン債の投資判断を行う全投資プロセスを通じて活用しています。

ロベコのリサーチ・ツールをいくつかご紹介します。



ネットゼロ・フレームワーク 2020年に始動したこの枠組みは、国際的な合意に従い、2050年までに全運用資産のカーボンニュートラルを実現するというロベコのコミットメントを包括的に示すものです。その柱となるのは、全てのポートフォリオを年7%のペースで脱炭素化する戦略です。これは30年以内に目標達成が可能なペースとなります。

これは、ポートフォリオから高排出企業を除外することで「脱炭素化」を図るという、単純な問題ではありません。ダイベストメント(投資撤退)は問題を別の所有者に移すだけであり、実世界に変化は生じません。そうではなく、ロベコはエンゲージメントに重点を置き、企業に内部からの変革を促しています。その一環として、クライメート・アクション100+などの協働プロジェクトにも参加しています。



ESG債券フレームワーク グリーンボンド等のESGラベル付き債券の市場は拡大傾向にありますが、環境への貢献度を誇張するグリーンウォッシングの問題が深刻な懸念となっています。このためロベコは、グリーンボンドやクレジットのポートフォリオでの投資に際して、債券のESGに係る信頼性を適切に評価するための5段階の評価フレームワークを開発しました。

初めの3段階では、ラベルで謳ったESGの目的に合致しているか、調達資金の配分が規定通りになっているか、十分に意義あるサステナビリティ目標を設定しているかを評価します。そのうえで、インパクトの報告、発行体のサステナビリティ戦略と行動規範の順守を精査します。ロベコの運用戦略の組み入れ対象となるには、全ての段階をクリアする必要があります。



SDG評価フレームワーク ロベコは2016年に、資産運用会社として初めて、17のSDGs目標の1つ以上に対する企業の貢献度を算出するシステムを開発しました。このシステムに基づき、「-3(極めてネガティブ)」~「0(中立)」~「+3(極めてポジティブ)」の範囲で、企業にスコアを付与します。多くの場合、企業は製品やサービスによってプラス、マイナス双方の貢献をもたらすことから、正味の貢献度を算出します。

当初は、スコアがプラスの企業の社債のみに投資する、カスタムメイドのSDG投資戦略のために開発したフレームワークですが、現在では、投資対象候補のサステナビリティを評価する手段として、マルチアセット戦略を含み、全社的に活用しています。



段階別(信号)評価 このシステムを使って、企業の排出量見通しが、2°Cを大幅に下回る水準に地球温暖化を抑制するシナリオに基づくセクター別脱炭素化経路(SDP)に整合しているかどうかを評価します。さらに次のステップでは、企業が自社の排出量削減目標を達成するために、検証された目標と信頼性の高い計画を整備しているかどうかを確認します。

その結果は可視化され、企業が脱炭素化経路に「準拠している」ことを示す青信号、「準拠する過程」または「部分的に準拠する過程」(移行期間)にあることを示す黄色信号、「準拠していない」ことを示す赤信号に分類されます。



クオンツ・カスタマイザー お客様と協働で投資

ソリューションをカスタマイズするための多機能ツールです。リスク、リターン、サステナビリティといった要素を組み合わせ、カスタマイズ型ポートフォリオを構築します。特に有用なのは、ESG要因や環境フットプリントなど多岐にわたるサステナビリティの選好に対応する機能であり、特定のSDGsに的を絞ることも可能です。これは足下の投資シナリオとの関連性を向上させ、また、使いやすい設計のためお客様がポートフォリオ設計に積極的に参加できます。



パリ協定準拠型ベンチマーク EUはこの定義を「ベンチマーク全体の排出量がパリ協定の長期的な地球温暖化目標を満たすように組み入れ資産を選択しているベンチマーク」としています。インデックスの組み入れ対象となる銘柄には、年7%以上のペースでの脱炭素化が求められます。

2020年まで、運用戦略のパフォーマンスをパリ協定の目標に照らして計測するベンチマークは存在しませんでした。ロベコはこの分野で革新に取り組み、ドイツのインデックス提供会社であるSolactiveと共同で、社債戦略とアグリゲート債券戦略向けにパリ協定準拠型ベンチマークを開発しました。

このツールの利点として、迅速なカスタマイズ機能、正確性、柔軟性が挙げられます。リアルタイムでポートフォリオ特性の洞察が得られ、お客様との対話や意思決定の充実に繋がります。お客様にとっての関連性、データ・エンジニアリング、リサーチを重視した継続的な開発推進により、クオンツ・カスタマイザーは最先端の投資テクノロジーとなっています。

3

5つの サステナビリティ・ ソリューション

ボトムアップからの積み上げこそ、あらゆる投資の本質と言えます。ロベコはポートフォリオを構築する際、その運用戦略に最も適した株式や債券を見極めるために独自のツールを活用します。特定のサステナビリティ目標を有する個別運用口座を設定する際にも同じコンセプトを適用します。お客様のご要望を踏まえ、ネットゼロへの取り組みやパリ協定への準拠、よりテーマ性の強い戦略、SDGsに直接貢献する戦略など、お客様のあらゆる期待に応えるポートフォリオを構築します。

個別のご要望を満たすため、規模や複雑性など実現できないものはありません。本章では、以下4つのサステナビリティ目標に対応したソリューションの数々をご紹介します。

- ネットゼロに向けた移行経路への準拠
- リスク、リターン、インパクトのバランスを図る
- サステナビリティ・リスクの削減
- サステナブルな社会への移行に投資

バイ・アンド・メインテイン戦略に パリ協定目標とSDGsを融合

お客様の課題 1

英国の年金基金のお客様のために、クレジットを投資対象とする「バイ・アンド・メインテイン」型で、パリ協定に準拠した気候目標を組み入れSDGsにも貢献するポートフォリオを構築。

● ネットゼロに向けた移行経路への準拠

◎ 課題

年金基金は、人口高齢化で果てしなく拡大する負債に対応するためのリターンを確保しつつ、投資のリスクを管理するというジレンマに直面しています。また、年金基金の間で、サステナビリティ目標（特に気候変動関連）が一段と重要視されるようになり、長期的なリスク・リターンを取り巻く構図は変わりつつあります。

年金基金にとって、リスクとリターンの調和を保ちつつ、規制やサステナビリティ目標に適合することが大きな課題となっています。これには、今日から遠い将来までの負債（年金給付）を、現時点で確保されたキャッシュフローとマッチさせるという、負債マッチングの問題も含まれます。通常、こうしたキャッシュフローの源泉となるのは、定期的なインカム収入を生み出す債券です。

サステナビリティ課題に対応する方法は多岐にわたります。特に有効なのは、パリ協定に準拠し2050年までのカーボンニュートラル移行経路に適合することを柱とする運用戦略と、国連持続可能な開発目標（SDGs）を推進する運用戦略の2つです。どちらも長期的なサステナブル投資のフレームワークとして認知されています。

◎ アプローチ

英国のある大手年金基金は、まさにこの課題のためにロベコにアプローチしました。パリ協定に準拠した気候目標を組み入れSDGsにも貢献する、債券を投資対象とした負債マッチング・ポートフォリオの構築という課題です。当年金基金は、特定の期間ごとのキャッシュフローに合わせたポートフォリオの構築を希望し、ロベコは、投資適格社債（クレジット）に投資する「バイ・アンド・メインテイン」アプローチのカスタマイズを提案しました。このアプローチは、リスクを最小限に抑えつつ、定期的なキャッシュフローを生み出すものです。

バイ・アンド・メインテイン戦略は、取引コスト低減のため、ポートフォリオの回転率を抑えることを柱としています。「バイ・アンド・ホールド」戦略とも類似していますが、詳細かつアクティブなモニタリングが伴います。開始時に、適切な債券から成る分散されたポートフォリオを構築する必要があることから、購入段階が極めて重要になります。主に大幅な格下げや「フォールン・エンジェル」を回避しながら、市場サイクルの全局面を乗り切る必要があります。フォールン・エンジェルとは、かつては輝かしい銘柄と見なされながら、投資適格級の格付けを失いハイイールドに格下げされる銘柄を指します。

ソリューション

ロベコの気候目標達成へのアプローチは、現在のカーボン・フットプリント・データとフォワードルッキングな(将来を考慮した)気候指標を組み合わせることで実現しました。フォワードルッキングな気候指標は、年平均7%の脱炭素化によって2050年までのネットゼロ目標を達成する軌道に明確に従っている企業を選別するのに重要になります。

◎ 障壁

気候投資、さらにはサステナブル投資全般において、正確なデータの取得が最大の障壁の1つとなります。本質的にカーボン・フットプリントは事後的で、企業の過去の行動を振り返るデータです。このため、ロベコでは、企業のパリ協定(2°C未満シナリオ)への準拠状況を5段階でスコア化する独自の「段階別(信号)評価」システムに基づき、フォワードルッキングな気候変動分析を併用しています。

SDG投資においては、17の目標の1つ以上に対して正味でプラスの貢献が見込まれる企業を特定することが大きな障壁となります。このため、ロベコでは、独自のSDG評価フレームワークを用いて、「-3(極めてネガティブ)」「0(中立)」「+3(極めてポジティブ)」の範囲で企業にスコアを付与しています。

それと同時に、あらゆるクレジットには(どんなに小さくとも)デフォルト・リスクが付随することから、リスクを最小限に抑えるために精緻なクレジット分析と格付け推移リサーチが欠かせません。特にバイ・アンド・メインテイン型ポートフォリオでは、回転率に制約があるため、その重要性が増します。投資妙味の増減に応じて債券を継続

的に売ったり入れ替えたりすることは許容できないため、最初の段階で適切な銘柄を選ぶ必要があります。

◎ ソリューション

この事例のソリューションとして、ボトムアップの綿密な発行体リサーチ、トップダウンのマクロ評価、独自のポートフォリオ最適化専用ツールを駆使し、お客様の目的をすべて満たすSDG気候バイ・アンド・メインテイン・クレジット戦略をカスタムメイドで開発しました。以下の図表に、主な特性を整理しています。

お客様との徹底した協議を経て、当年金基金のリスク、リターン、規制、サステナビリティ等のさまざまな基準のバランスを取ったポートフォリオを構築しました。その結果、利回りと対国債スプレッド(同年限の国債との利回り格差)は参照ベンチマークを上回り、平均格付けはA-/Aと底堅い水準を維持し、(ロベコのリサーチ・アナリストが-3から+3の範囲で付与する)ファンダメンタル・クレジット・スコアは参照ベンチマークを上回りました。

さらに重要なことに、カーボン・フットプリントは参照ベンチマークのわずか半分にとどまりました。また、構成銘柄の50%が既にパリ協定に準拠していました。さらに、マイナスのSDGスコアが付与された発行体は、参照ベンチマークには21%含まれるのに対し、当戦略には組み入れていません。このように、潜在的なリターンや資産の質への影響を最小限に抑えつつ、ポートフォリオを構築することに成功したのです。●

図表 1:SDG気候バイ・アンド・メインテイン・クレジット戦略の特性

	指標	SDG気候ポートフォリオ	参照ベンチマーク
リターン	対国債スプレッド	139	133
リスク	格付け	A- / A	A- / A
	ファンダメンタル・クレジット・スコア	0.9	0.2
	デュレーション	4.7	4.7
	キャッシュフロー・マッチング	Yes	No
	フォールン・エンジェル比率(年率)	1.6%	2.1%
	最大セクター・エクスポージャー	20%	30%
	発行体数	80	1439
サステナビリティ	SDGスコアがネガティブ(%)	0%	21%
	カーボン・フットプリント	50%	100%
	パリ協定準拠企業(%)	50%	44%
	気候ラガード(%)	0%	6%

出所:ロベコ、Trucost、ブルームバーグ、2023年9月のバリュエーションを使用。例示のみを目的とし、モデルの仮定に基づきます。ファンダメンタル・スコア(-3から+3)は、ロベコのクレジット・アナリストによる信用力評価を反映しています。SDGスコア(-3から+3)は、SDGsとの整合性に関するロベコのサステナブル投資(SI)アナリストの評価を反映しています。カーボン・フットプリントはスコープ1、2、3を対象とし、参照ベンチマークを指標としています。フォールン・エンジェル比率(%)は、過去の平均格付け推移をポートフォリオの平均満期で除して年率換算したものです。この事例では、ポートフォリオのキャッシュフロー特性は2024~2033年の期間にわたり比較的均等に分散されています。「パリ協定準拠企業」とは、ロベコの気候段階別(信号)評価で「準拠している」「準拠する過程」と評価された企業と定義します。「気候ラガード企業」とは、カーボン・フットプリントが高水準で、ロベコの気候段階別(信号)評価で「準拠している」「準拠する過程」以外の評価となった企業を指します。過去の実績や現在のスプレッド、利回りは、将来の投資成果を示唆するものではありません。

貯蓄者層の快適で持続可能な 老後を支援

お客様の課題2

アジアの保険会社のお客様のために、SDGsに貢献するテーマに純粋に的を絞ったテーマ型株式戦略を複数組み合わせせた保険リンク商品を開発。

● サステナビリティ・リスクの削減

◎ 課題

健康、生活環境、労働環境の改善に伴い、人類の寿命は全世界で伸びています。これは好ましいことですが、老後に向けた貯蓄という課題は拡大しています。このことは、過去のどの世代よりも長寿になる（そして消費率が高くなる）若い世代に特に当てはまります。

若年層には退職後に備えて資産形成する時間的余裕が存在するものの、保険会社は違います。保険契約者に良好な生活を保証することは、現在の退職者層だけでなく将来の世代に対する負債が増えることを意味します。保険リンク商品（ILP）は、保険会社が資本要件に関連するリスクを金融市場において分散する手段となります。また、債券市場よりもリターンの高い株式市場は、長期的なリスクを移転しながら短期的に高い利益を獲得するための理想的な方法となり得ます。もっとも、株式は債券よりもボラティリティが高いため、リスクとリターンのトレードオフをうまく管理する必要があります。

さらに、長期的にキャッシュフローを確保するため、保険会社は資本基盤を拡充しつつ、気候変動や社会的課題に敏感な新しいタイプの保険契約者にもアピールしなければなりません。こうした新しいタイプの層が、サステナブルな方法で貯蓄しつつ実世界にプラスの変化をもたらしたいと考える、次世代の投資家層を形成していま

す。その一方で、保険規制当局は、気候変動や移行リスクが長期的な保険システムのソルベンシー（支払い能力）に及ぼす影響を懸念し、金融市場や投資ポートフォリオにおけるサステナビリティ向上を推進しています。

◎ アプローチ

上記は、世界の多くの保険会社が直面している苦境を的確に言い表しています。なかでも、アジアのある大手保険会社の状況は深刻で、幅広い貯蓄者層に大々的に販売した、パフォーマンスが見劣りするILPの代替を探していました。

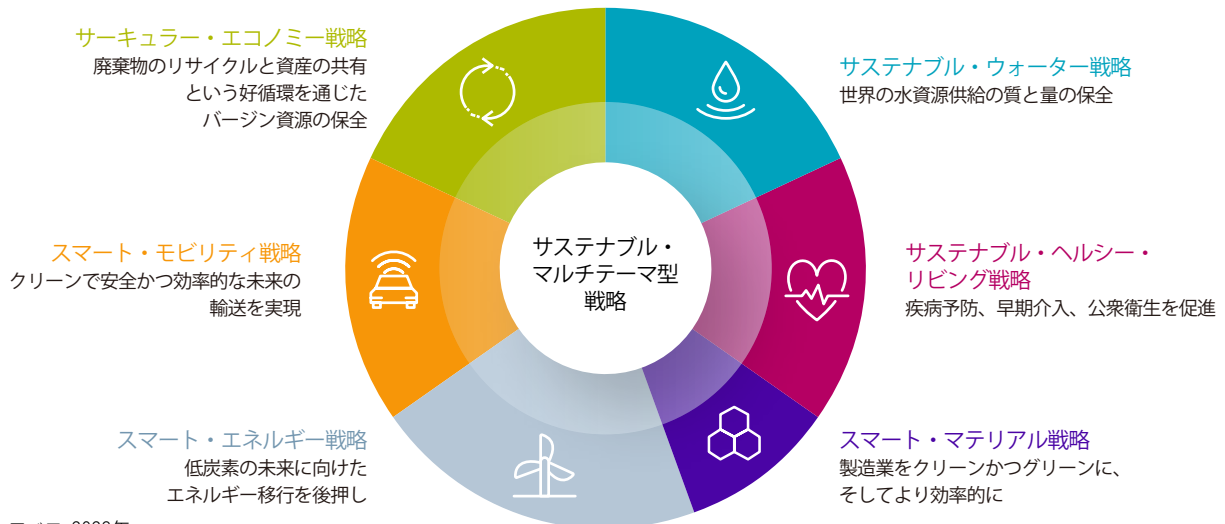
簡潔さと有効性の観点から、テーマ型株式戦略が検討対象となりました。この資産クラスは、成長性の高いトレンドや業種に傾斜しているため、魅力的な期待リターンが見込まれます。さらに、長期的な成長に軸足を置いていることから、顧客層の長寿化にマッチした長期的なリターンが期待できます。株式は資産クラスとして、幅広い投資家に理解されやすいという利点もあります。さらに、ファンド・オブ・ファンズ形式で複数のテーマを組み合わせることで、リターンのリスクを分散させながら、多様なトレンドや成長へのエクスポージャーが得られます。

ソリューション

ロベコはサステナビリティとインパクトに対するニーズの強さを踏まえて、SDGsへの貢献という明確な目標を掲げた第9条に分類される運用戦略のみから成る、複数テーマ型ファンド・オブ・ファンズを組成しました。第9条戦略は、EUのサステナブル・ファイナンス規制パッケージの一環として、特定のサステナビリティ目標を満たす必要があります。

これにより当商品のサステナビリティ・リスクは低減され規制当局の思惑通りとなっています。さらに重要なのは、実世界の課題解決推進に自身の資金を振り向けることに積極的な若い世代へのアピールが高まることです。また組織的な観点では、株式は当保険会社のILPプラットフォーム全体で利用されている他の資産クラスを補完するのに丁度よく、リターンの源泉を多様化して全体的なソルベンシーを高めるという利点にもつながります。

図表 2: サステナブル・マルチテーマ株式ソリューション



出所: ロベコ、2023年

もう一つの課題は、ボラティリティを大きく上昇させずに高いパフォーマンスを達成することです。テーマ型株式は成長志向であるため、リターンが高い一方でボラティリティも高く、ベータは1.0を大幅に上回ります。複数テーマを取り入れるアプローチでは、高ボラティリティ戦略を補完するために低ベータのテーマを追加することが可能になり、乖離を緩和する効果が得られます。

◎ ソリューション

この事例では、各テーマに純粋に的を絞ったロベコのサステナブル運用戦略6本を一つのビークルに統合するようカスタマイズしたソリューションを設計しました。再生可能エネルギーとエネルギー利用の効率化、電気自動車によるクリーン・モビリティ、製造業における天然資源の効率的利用に注目した運用戦略を組み入れました。加えて、バイオ分野とビジネスの融合にフォーカスした戦略も組み入れています。例えば、サステナブル・ウォーター戦略では、住民や産業、環境のための清潔な水の供給に注目しています。また、ヘルシー・リビング戦略は、病気の予防や医療費の増加に焦点を当てています。

◎ 障壁

実世界の進歩に貢献することは崇高な目的ですが、サステナビリティ課題が山積するなか、それを投資ポートフォリオでどう実践すればよいのでしょうか。また、投資がサステナビリティ課題にもたらす影響を客観的に計測するには、どうすればよいのでしょうか。

幸い、実世界の課題解決に付随する価値を捉えるテーマ型投資の開発において、ロベコは高評価を獲得しています。20年以上にわたる取り組みを通じて、広範なテーマ型投資のプラットフォームを築いています。お客様にはそこから、個別テーマや、複数テーマの組み合わせを選択していただけます。また、テーマ型投資が生み出すプラスの変化や進捗を計測するために、投資先企業のSDGsへの貢献度を評価、定量化、報告する独自のSDG評価フレームワークも開発しています。

投資ホライズン(時間軸)が長い場合、成長や収益化に時間を要する新興のソリューション提供企業に初期段階から投資するなど、純粋にテーマに的を絞ったアプローチを追求することが可能でした。パフォーマンスは重要ですが、リスクとのバランスを図る必要もあります。このため、当戦略ではシャープレシオの最大化を目標に掲げ、賢明な投資によるリターンと過剰にリスクを取ることによるリターンを区別しています。

最後に、UCITS適格の形態をとることで金融商品としての魅力が高まり、一般投資家への販売も簡易化できます。これにより、厳格なEU投資規制(投資品質の国際基準)を満たしていることが保証されます。●

気候目標に則した成長を捉える マルチアセット・ソリューション

お客様の課題 3

英国の貯蓄制度のお客様のために、気候目標に準拠したリターンの創出を目指し、極めて分散の効いたマルチアセット・ソリューションを用いて投資の脱炭素化を実現。

- ネットゼロに向けた移行経路への準拠
- サステナブルな社会への移行に投資

◎ 課題

年金制度や長期貯蓄制度の運用は、決して容易ではありません。受益者の経済的安定を短期、中期、長期にわたって確保するのは複雑な作業であり、長寿化や台頭するサステナビリティ・リスクの影響によって、複雑さは一段と増えています。サステナビリティ・リスクに関しては、頻度、大きさ、コストが増大しています。

退職者を保護し保険会社のソルベンシー（支払い能力）を守るために、規制当局は年金基金と保険会社に対し、環境、社会、ガバナンス関連リスクを投資に統合するよう要求しています。規制当局だけでなく、投資家も世代を超えて懸念を抱いています。懸念の対象は財務的な支払い能力やリターンの水準にとどまらず、リターンが責任ある形で創出され、人類と地球の幸福にプラスに貢献しているかが問われています。サステナブルな経済発展やSDGsを推進する企業からのリターンを優先して、汚染を生み出す業界からの利益を避ける投資家も少なくありません。

しかし、最も明白な汚染企業からの投資撤退は簡単かもしれませんが、気候を改善するには世界経済全体の脱炭素化が必要になります。だからこそ、2015年のパリ協定が極めて重要なのです。パリ協定準拠型ベンチマークは、どの企業がクライメート・トランジションを

遅滞なく進め、どの企業が迅速さの欠如から絶滅の危機をもたらしているのかを浮き彫りにします。

◎ アプローチ

年金基金にとって、退職者の短期・中期的な収入需要を満たすためにアルファを創出しつつ、ネットゼロの未来に向けてポートフォリオの脱炭素化を図るのは、不可能ではないものの難しい道のりとなります。債券と株式をバランスよく組み合わせるアプローチは、各世代にわたる負債に対応するためにリターンを平準化させる効果があります。債券は現在の退職者向けのインカム収入をもたらす一方で、株式は投資ホライズン（時間軸）が長い若年層投資家向けの長期的な負債に対応する役割を果たします。

また、投資家は気候変動や低炭素社会への移行に付随するシステムック・リスクにも備える必要があります。その観点から、グリーンボンドやクライメート・トランジション株式戦略は、理想的な攻めと守りの戦略となります。グリーンボンドは、再生可能エネルギーの導入、エネルギー効率の改善、水管理施設の改善など、環境にプラスの影響をもたらすプロジェクトの資金を調達する目的で発行されます。一方、クライメート・トランジション戦略は、パリ協定および科学的根拠

に基づく排出軌道に沿って事業の脱炭素化を進める企業に投資します。

さらに、実世界に変化をもたらすことも極めて重要です。ロベコはこれを制約ではなく、むしろ投資機会と捉えています。クライメート・トランジションを可能にするソリューションを生み出す企業への投資は、今後数十年で大きな成長が見込まれます。そのような企業は、気候関連のSDGsへのインパクトに基づいて識別することができます。

◎ 障壁

この事例では、気候変動を緩和しながらアルファを生み出すポートフォリオを構築することが、大きな障壁になりました。アルファは通常、ハイイールド債券や高成長株など高リスクの投資を通じて獲得します。しかしながら、高利回りの資産クラスの多くは排出量や移行リスクが大きく、気候変動の緩和に十分貢献できないこともあります。

この課題を克服するため、ロベコ社内のサステナブル投資、気候、SDGsのリサーチにおける高度な専門知識を活用し、卓越したリスク調整後リターンと低炭素経済を牽引する企業へのエクスポージャーを兼ね備えたポートフォリオを設計しました。過去10年の大部分を、サステナビリティ課題をもたらすリスクと機会を特定・計測する画期的なツールの開発に捧げてきたロベコならではの成果と言えるでしょう。

ロベコは、企業のSDGsに対するプラス、マイナスの貢献度を評価するSDG評価フレームワークを、他に先駆けて開発した資産運用会社です。また、パリ協定準拠型インデックスを開発し、自社の運用戦略の脱炭素化の進捗をベンチマークに照らして評価することを可能にしました。さらに、テーマ型株式の先駆的な知識と手法を駆使して、気候危機やその他の開発に伴う課題に対するサステナブルなソリューションを開発する高成長企業へのエクスポージャーを構築しました。

図表3: マルチアセット型クライメート・トランジション・ソリューション

目標	リターン: 6% カーボン: 気候変動の緩和と適応による排出量の削減。排出の回避、二酸化炭素回収、気候ソリューションへの投資により達成。
制約条件	配分: 株式60%/クレジット40% リスク: ポラティリティ12% サステナビリティ: 他の環境・社会的目的を著しく阻害しない SFDR: 理想的には第9条ファンド
ベンチマーク	ベンチマーク: MSCI ACワールド・インデックス60%/ブルームバーグ・グローバル・クレジット・インデックス(英債券・ヘッジ)40% その他: クライメート・トランジションを推進中の企業への投資を可能にするため、パリ協定準拠型ベンチマークは適用しない
分析ツール	リスク: ポラティリティ、VaR 規制: 気候変動シナリオ分析 気候: カーボン・フットプリント SDGs: ロベコ独自のSDGスコア

出所: ロベコ, 2023年

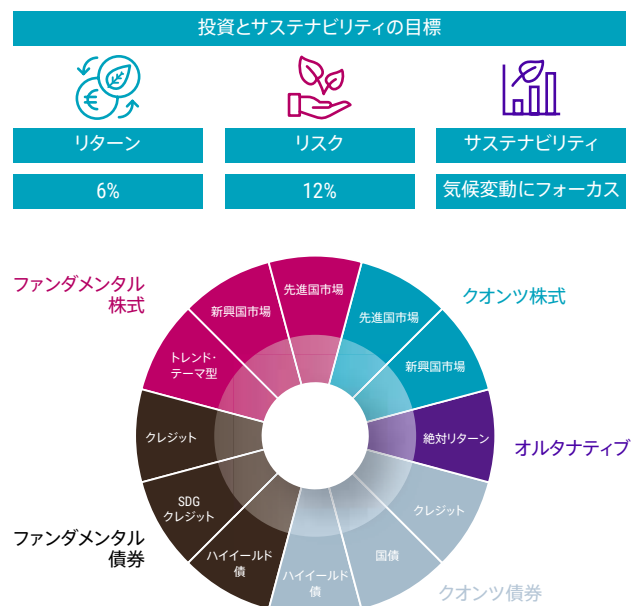
◎ ソリューション

ロベコは、英国を拠点とする長期貯蓄商品の提供会社のために、伝統的な60対40の配分を特徴とする、カスタムメイドのマルチアセット・ソリューションを開発しました。伝統的とは言っても、水面下にはイノベーションが組み込まれています。

このソリューションではサステナブルな変化を重視し、EUのサステナブル・ファイナンス開示規則(SFDR)の下で測定可能なサステナビリティ目標を達成する第9条投資に焦点を当てました。債券へのアロケーションの内訳は、クライメートボンド、グリーンボンド、気候目標に合致した安定的なリターンを生み出すように設計されたSDGハイイールド債券への配分となります。

株式へのアロケーションにおいては、テーマに純粋に的を絞ったテーマ型株式戦略と、幅広く気候変動に焦点を当てた株式戦略とに配分します。テーマ型株式戦略は、エネルギー、不動産、素材、運輸などの高排出セクターをクリーン、効率的かつグリーンにするソリューションを生み出す企業への直接的なエクスポージャーを提供します。クライメート・トランジション株式戦略は、脱炭素化を迅速に進め、ネットゼロへの移行を主導する企業全般を幅広く投資対象とします。

ロベコ独自のSDGスコアリング・システムを用いることで、気候関連のSDGs(SDG7: エネルギーをみんなにそしてクリーンに、SDG11: 住み続けられるまちづくりを、SDG13: 気候変動に具体的な対策を、等)に確実に貢献する投資を行います。このポートフォリオでは、リスク・リターン特性をさらに改善するために、エクスクルーション(投資除外)とESG統合を適用します。さらに、積極的にステューワードシップとエンゲージメントに取り組むことで、投資先企業が事業運営やビジネス・モデルに関連する重要なESG課題に対応するよう後押しします。●



SDG投資においてアクティブ運用と アクティブオーナーシップを融合

お客様の課題 4

欧州の大手販売会社のお客様のために、ロベコのアクティブオーナーシップとSDG投資の枠組みを融合して、投資先企業とのエンゲージメントを基盤とする商品を開発。

- リスク、リターン、インパクトのバランスを図る

◎ 課題

サステナブル投資の根本は、銘柄選択の意思決定プロセスにおいて、環境、社会、ガバナンス (ESG) 要因を統合することにあります。しかし、それだけでは十分ではなく、アクティブオーナーシップの活用も欠かせません。結局のところ企業の所有者は株主であり、議決権行使やエンゲージメントは進化を求める強力な手段となり得ます。

排出量 (E)、労使関係 (S)、株主還元 (G) など、特定のESG指標の改善を企業に求めるエンゲージメントは、通常約3年間実施します。50~80銘柄から構成される標準的なポートフォリオにおいては、改善の余地があると判断されたいくつかのESG指標についてエンゲージメントを行います。

この事例における課題は、持続可能な開発目標 (SDGs) への貢献度向上という指標を中核として、全組み入れ企業とエンゲージメントを行う運用戦略を開発することでした。根底にあったのは、エンゲージメントを通じて17の目標の1つ以上への貢献度を向上させ、よりサステナブルな企業へと転換すれば、ひいては全体的なリターン向上につながるという信念でした。

◎ アプローチ

欧州のある大手販売会社が、まさにこの課題についてロベコにアプローチしてきました。ロベコは2005年にアクティブオーナーシップを開始し、専任チームがエンゲージメントに専念する体制で取り組んできましたが、このようにエンゲージメントを基盤に据えた商品を組成するのは初めてで、幾分異なるアプローチが必要になりました。

まず、選定した企業との対話を主導する役割として、エンゲージメント責任者がポートフォリオ運用チームに加わりました。そして、ロベコ独自のSDG評価フレームワークを駆使して、目標への貢献度を向上させる余地のある、移行過程にある企業を識別しました。スコアは、「-3 (極めてネガティブ)」~「0 (中立)」~「+3 (極めてポジティブ)」の範囲で付与されています。

エンゲージメント・チームは、「イモムシを蝶へと変身させる」というスローガンのもと、スコアが-1、0、+1のいずれかで、改善の余地が大きい企業を探します。一方、スコアが-3と-2の企業は、目標に対するマイナスの貢献をプラスに転換させる態勢が整っていないため、エンゲージメントの対象として不適当と判断しました。また、スコアが

ソリューション

+2と+3の企業は、サステナビリティ目標に向けて既に高水準の進展を達成しています。これに対して、スコアが-1～+1の企業は移行の途上にあると言えます。

◎ 障壁

一般に、エンゲージメントにおける最大の障壁は、対象企業がエンゲージメントに意欲的でなければならぬことです。意欲的であれば、協働で重要課題を設定し、共通の目標設定で合意し、関連議題に関するコミュニケーションを取ることが可能となります。ロベコは、対象企業がSDGsにより効果的に貢献できると判断した分野に対していくつかの主要業績評価指標(KPI)を規定し、事前に合意した明確な基準を設定します。

もう1つの障壁は、SDGsを目標とする手法はインパクト投資の一形態であり、明確な意図、測定可能であること、投資リターンが3要素がうまく機能することが求められることです。中でももっとも難しいのは、実世界における改善を実際に示しつつ、そのインパクトを生み出す代償として、投資リターン、すなわちアルファの創出という主要な役割が損なわれないことです。

さらに、目標によって投資しやすさが異なることも、もう1つの障壁でした。例えば、SDG 9(産業と技術革新の基盤をつくろう)やSDG 8(働きがいも経済成長も)に貢献する企業を見つけるのは比較的容易ですが、「基本的ニーズ」であるSDG 2(飢餓をゼロに)や、生物多様性に関連するSDG 14(海の豊かさを守ろう)とSDG 15(陸の豊かさを守ろう)に貢献する企業を見つけるのははるかに困難です。

図表 4: 目標のいくつか (SDG 9など) は比較的投資対象になりやすい

基本的ニーズ		健全な地球		持続可能な社会		平等と機会		強固な社会基盤	
SDG 2 飢餓をゼロに	2%	SDG 7 エネルギーをみんなに そしてクリーンに	6%	SDG 9 産業と技術革新の 基盤をつくろう	31%	SDG 1 貧困をなくそう	0%	SDG 16 平和と公正を すべての人に	9%
SDG 3 すべての人に健康と 福祉を	19%	SDG 12 つくる責任 つかう責任	9%	SDG 8 働きがいも 経済成長も	25%	SDG 5 ジェンダー平等を 実現しよう	5%	SDG 17 パートナーシップで 目標を達成しよう	2%
SDG 4 質の高い教育を みんなに	0%	SDG 14 海の豊かさを守ろう	3%	SDG 11 住み続けられる まちづくりを	6%	SDG 10 人や国の不平等を なくそう	0%		
SDG 6 安全な水とトイレを 世界中に	4%	SDG 15 陸の豊かさを守ろう	2%	SDG 13 気候変動に具体的な 対策を	4%				

出所: ロベコSAMインパクト・データ。2021年12月31日時点のデータ

◎ ソリューション

ソリューションとして、確信度の高いグローバルSDGエンゲージメント株式戦略を開発しました。組入銘柄数は30～35に絞り、低水準の売買回転率を想定しています。エンゲージメントを重視する一方で、アルファ創出のため、財務的に最も魅力的な企業を選別するためのロベコの標準的な投資基準も満たす必要があります。

3つの主要な投資基準に従い、投下資本利益率(ROIC)が高く、フリーキャッシュフロー(FCF)創出力が高い企業を投資対象とします。結果として、キャッシュ創出力が高い企業が選択されました。その多

くは知名度の高い企業であり、全社ともエンゲージメントに意欲的でした。その結果、資本集約度が高くかつROICの低い企業へのエクスポージャーが抑制され、IT、ヘルスケア、金融セクターへのエクスポージャーが最も大きくなりました。素材とエネルギーへのエクスポージャーは限定的で、公益事業へのエクスポージャーはありません。エンゲージメントが成功した企業は、SDG評価フレームワークでの評価が上がり、SDGスコアが改善します。エンゲージメントが成功裏に終了してスコアが+1を超えると、その企業は当運用戦略の組み入れ対象外となります。サステナビリティの軌道を前進し、「イモシンが蝶へと変身した」こととなります。●

株式ポートフォリオにおける サステナビリティ向上と トラッキングエラー低減の両立

お客様の課題 5

欧州の中堅プライベート・バンクのお客様のために、ロベコのクオンツ運用の専門性を活かして、サステナブル米国株式ポートフォリオのトラッキングエラーを低減。

● リスク、リターン、インパクトのバランスを図る

◎ 課題

運用戦略のサステナビリティが注目されるこの時代に、欧州のある中堅プライベート・バンクは、米国へのエクスポージャーに関する岐路に立たされていました。サステナブル投資という選択肢への需要拡大を目の当たりにした同行は、柔軟性とサステナビリティに欠けることの多い標準的な株式指数の限界に苦慮していました。特に米国資産をオーバーウェイトとする場合に、サステナブル指数に付随するトラッキングエラーの高さが問題をさらに複雑化し、パフォーマンス劣後の要因となりました。

さらに、同行は、米国ポートフォリオのサステナビリティ特性を強化するという目標により、異なる投資商品間の高い相関性と分散の追求という、2つの障害に直面していました。同行は、MSCI SRIインデックスなどの従来の手法を越えてポートフォリオの分散を図るソリューションだけでなく、その親指数に対するトラッキングエラーがより低く、かつ伝統的なベンチマーク対比でのパフォーマンスを犠牲にしない商品を探していました。

投資ポートフォリオのサステナビリティ強化に関する議論は勢いを増し、それとともに、複雑なバランスを取る必要性が生じてきました。従来のベンチマークに対するトラッキングエラーを抑えながら分散を実現し、選択した投資商品間の高い相関性をコントロールするという、同行が直面した特有の課題は、投資ポートフォリオの中核にサステナビリティを統合することの複雑性を浮き彫りにするものでした。

◎ アプローチ

同行は、パフォーマンスを犠牲にせずにポートフォリオのサステナビリティを強化するため、ロベコと協働での取り組みに乗り出しました。相互の信頼と、ロベコが誇るクオンツ運用の優位性とサステナビリティの実績に基づく、長期にわたる良好な関係が活かされたものです。ロベコの「クオンツ・カスタマイザー」ツールを駆使してソリューションをカスタマイズするに当たり、こうしたパートナーシップ関係が功を奏しました。

この革新的なツールは、各お客様固有の要望に合わせ、リスク、リターン、サステナビリティのバランスを取ったポートフォリオを構築する最先端の機能を備えています。お客様と対話しながらリアルタイムで包括的な分析を行うことができるため、お客様からのフィードバックに基づき迅速に修正を加えることが可能です。このため、トラッキングエラー制限、リターンの向上、卓越したサステナビリティ特性などの観点で、お客様の目的と完全に調和したソリューションを確実に構築することができます。

◎ 障壁

SRIインデックスのサステナビリティ水準の維持とトラッキングエラーの大幅な低減という2つの目標の間で複雑なバランスを取ることは、難しい課題でした。ポートフォリオのトラッキングエラーを、米国へのアロケーションにおける戦略的目標に合致するように調整することを旨とし、バックテストと調整を繰り返す緻密なプロセスが必要でした。SDGスコアに左右される組み入れ基準に関する議論など、伝統的な投資の枠組みにサステナビリティの観点を統合することの複雑性が浮き彫りになりました。

さらに、サステナビリティに起因するパフォーマンス劣後の受け止め方に地域差があることで、この課題は一段と複雑化しました。このため、サステナビリティ重視の姿勢とリターン特性との間の潜在的なトレードオフについて、ステークホルダーに明確で説得力のある根拠を示す必要がありました。これらの課題では、協働による適応力と弾力性が活かされ、また、進化し続けるというサステナブル投資の本質が浮き彫りになりました。すなわち、サステナビリティ目標と投資パフォーマンスのバランスを取ることは動的かつ継続的な取り組みなのです。

◎ ソリューション

ロベコはクオンツ・カスタマイザーを駆使して、同行の要望を満たし、さらには要望を上回る、カスタムメイドのクオンツ戦略を開発しました。また、専門のシェアクラス設定や専任の販売支援体制により、同行の多角的な地域展開にも対応しました。この革新的なソリューションをロベコが提供していることは同行の顧客の間で十分に認知され、両者が透明性と信頼関係で結ばれていることの証左となっています。

最終的に、既存のエンハンスト・インデックス・ソリューション（バックテスト済み）を、サステナブル商品と明示された米国気候ベータ・ポートフォリオに転換したことは、革新的なソリューションをもってお客様のニーズに応えるというロベコの強い決意を立証するものです。このアプローチは、投資助言ポートフォリオと投資一任ポートフォリオの双方（主に後者）に適用しています。

両者の協働によって、当初の予想を上回る成功を収めることができました。同行は当初、このソリューションの資産規模を1億5,000万～2億米ドル程度と推計していましたが、現時点で残高は4億5,000万米ドルを超えています。ロベコは、トラッキングエラーが低くサステナビリティ水準が高い米国へのエクスポージャーを提供すると約束し、その言葉通りに実現しました。さらには、ベンチマークを上回るパフォーマンスも達成しました。

この実績は、これまでサステナブル指数のパフォーマンスに懐疑的な見方をしていた地域を中心に、同行内で広く称賛されました。同行の大規模な米国ポートフォリオには、ETFをはじめ、トラッキングエラーが低いセミ・パッシブ米国戦略が多数と、いくつかのアクティブ運用戦略が含まれており、ロベコのソリューションはこれに追加するのに適切な商品と捉えられています。また、当ソリューションは米国へのアロケーションの中で最大構成比率となり、重要な役割を果たしています。この取り組みの成功は、サステナビリティをリスク・リターンと巧みにバランスさせたソリューション開発におけるロベコの熟練性を裏づけています。●

重要事項

当資料は情報提供を目的として、Robeco Institutional Asset Management B.V. (以下“ロベコ”)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弊社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。当資料および記載されている情報、商品に関する権利は弊社に帰属します。したがって、弊社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

詳細はロベコのウェブサイトをご覧ください。

