



ROB DRIJKONINGEN

エマージング債券 共同責任者

NISH POPAT

エマージング債券 シニア・ポートフォリオ・マネージャー

エマージング債券におけるESG評価： ベスト・プラクティスを目指して

当社のエマージング債券運用チームは、8年にわたってソブリン債分析にESG指標を取り入れています。また、5年前からサステナリティクス（Sustainalytics）社と提携し、社債ユニバースにおけるESG評価の取り組みを開始しました。その間、当社では継続的にESGプロセスの強化に取り組んできましたが、エマージング債券戦略、特にエマージング社債戦略にESGを組み入れるためのベスト・プラクティスに関する知見を得るに至りました。本稿では、ソブリン債分析におけるESGのガバナンス指標を社債発行体の分析に組み入れることや、財務上重要なESG指標の選定、コーポレート・ガバナンスに関する独自のデータ収集、ならびにESGリスクが特に高い債券発行体に対するエンゲージメントを重要なテーマとして取り上げています。

要約

- 当社のエマージング債券運用チームは、8年にわたってソブリン債のESG指標を分析しており、5年前からはESG専門の調査会社と提携し、社債ユニバースでのESG評価の取り組みを開始しました。
- 長年にわたりESGプロセスを強化した結果、ESGをエマージング債券、特にエマージング社債戦略に組み入れるベスト・プラクティスについて、一般的に適用可能ないくつかの結論を得るに至りました。
- 本稿では、ベスト・プラクティスに導くロードマップとして、以下の4点を取り上げます。
 - ソブリン債のクレジット分析を社債分析に活用させているように、ソブリン債のESG指標を企業のESG分析にも活用すべきである。
 - 実証研究により、ESG指標の重要性が示されただけでなく、発行体企業の財務状況および信用リスクに関連性が高いと考えられる重要なESG指標が明らかになった。
 - 独自のESGデータは、特にガバナンス指標に関して、財務上の重要性に関する投資家の見解をよりの確に反映することが可能である。また、独自のスコアリングを行うことによって、セクターごとに異なる重要性を勘案して指標にウェイト付けを行うことが可能である。
 - ESG問題に関するエンゲージメントは、議決権を持つ株主に限定するべきではない。エンゲージメントは重要なESGリスクを特定し、企業内の動向を監視する投資家の能力向上に資するため、債券投資家にとっても重要かつ効果的であり、適切なタイミングで適切な投資判断を行う上で有用である。
- 全般的に、当社は、エマージング市場においてESGに真摯に取り組むためには、独自の手法で行うべきであるとの信念を一層強めています。外部の調査会社については、これに依存するのではなく、提携という形態をとることで、これが成し遂げられます。

投資家は、長きにわたり、重要な環境、社会、ガバナンス(ESG)指標が資産のリスクとパフォーマンスに影響を与える可能性を認識してきました。エマージング市場のソブリン債や社債も含めたポートフォリオ全体を通じて、ESGリスクに対処することへの投資家の需要は高まっており、ESG投資手法の熟練度合いと有効性を基準に委託先の資産運用会社を選別する動きも始まっています。

当社は、8年前からソブリン債の投資プロセスにESG指標を活用してきました。また、5年前から、ESGの調査および評価機関であるサステナリティクス社の協力のもと、社債ユニバースにも対象を拡大し、これまでにMSCI社やトゥルーコスト(TruCost)社とも提携しています。足元の数か月で、当社は、独自のプロセスを強化するためにさらなる措置を講じ、ESGをエマージング債券戦略、特にエマージング社債戦略に組み入れるベスト・プラクティスについて、経験に根差した、いくつかの結論を導き出しました。

第一に、エマージング市場において企業リスクは特にソブリン・リスクの影響を受けやすいため、ソブリン債のクレジット指標が企業分析で用いられるのと同様に、ソブリン債のESG指標を企業のESG分析に活用するべきであると考えます。また、ソブリン債のESG分析は可能な限り、厳格かつ包括的である必要があります。

第二に、ESG指標とクレジット・スプレッドや信用格付けとの関連性については、厳格な実証研究により示されていますが、当社ではこうした研究を活用して、企業に直接関連性のある重要な指標を特定できると考えています。

第三に、投資家はESGの調査会社から非常に有用なデータを入手することが可能ですが、特にガバナンス指標については調査会社の評価対象が標準化されていないため、そのデータが投資家の関心に適合しているとは限らないことから、可能な限り独自のデータと分析を参照することが重要です。

第四に、ESG指標の投資プロセスへの組み入れに加え、債券投資家にとってもESG問題に関するエンゲージメントは重要であり、その効果も期待できます。

本稿では、上記4項目の知見について、詳しく説明します。

国別リスクの重要性

ソブリン債のESGリスクを企業のESGリスクの分析に組み入れることは重要ですが、それを有効なものにするためには、ソブリン債のESG分析を可能な限り、包括的かつ厳格なものにすることも重要です。

当社では、ESG指標とハードカレンシー建てソブリン債のクレジット・スプレッドの変化の関係性を観察しており、8年前から当社の国別クレジット分析の一部としてESGスコアリングを実施してきました。当社は、ソブリン・クレジット分析にとって環境要因は重要項目であるとの認識はあったものの、これまでは環境に関する適切なデータが不足していたため、当社の分析は社会とガバナンスの指標に偏重していました。

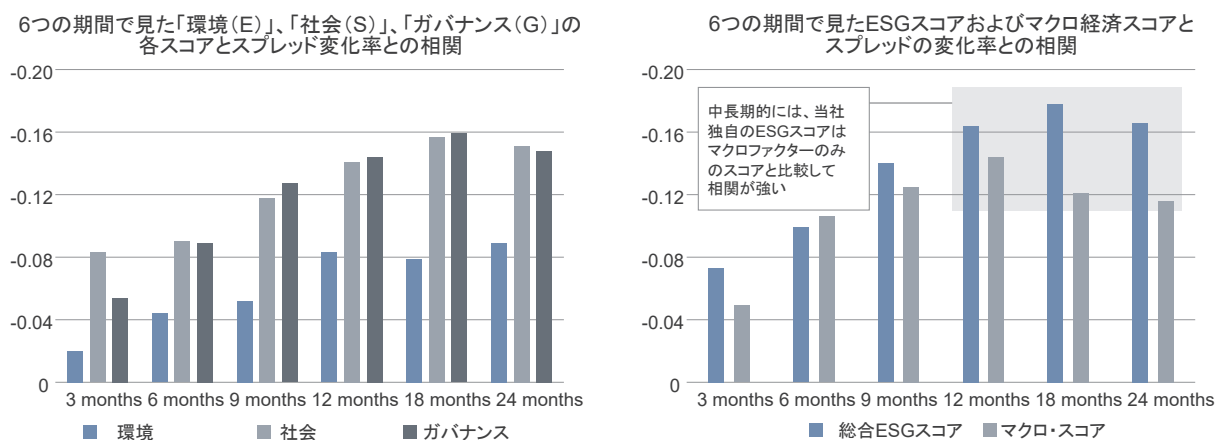
実際のところ、最近まで当社の国別クレジット分析のスコアリングでは、40%のウェイトを占めるESGスコアのうち、環境スコアのウェイトはわずか5%でした。しかも、その5%は全て「エネルギー強度: 1 KWH(キロワット時)で創出される名目GDP(米ドル建て)」という単一指標を参照していました。足元では環境データの品質と可用性が向上してきたため、ソブリン債発行体の財務状況と環境要因の相関に関する予測精度も向上しています。

図1に示すように、発行体に対する当社の「E(環境)」スコアは、「S(社会)」や「G(ガバナンス)」のスコアに比べてクレジット・スプレッドの変化との相関は強くはありませんが、相関関係があることを示しています。当社は、環境問題に対する投資家の関心が強まることによって、今後、Eスコアの影響が高まる可能性があることを認識しておく必要があると考えています。例えば、フランスの機関投資家は、ポートフォリオのカーボン・フットプリント(二酸化炭素排出量)の報告を義務付けられています。また、エマージング債券において、2018年4月にJPモルガンが世界初のエマージング債券のESG指数である「JP Morgan ESG index(JESG)」をリリースしました。JESG指数は、サステナリティクス社とレプリスク(RepRisk)社のスコアリングを用いて、ハードカレンシー建て、現地通貨建て、および社債の各指数にESG要素を適用したものです。今後、こうした動きが手掛かりとなって、これらの指標においてパフォーマンスのより優れた発行体に、より多くの投資家資金が流入していくことが想定されます。

当社は、自社モデルの環境に対する感応度を高めるため、一人当たりのCO₂排出量、GDP当たりのCO₂排出量、石炭火力による発電量の比率、ノートルダム気候変動適応指標(ND-GAIN)の評価、国連の持続可能な開発目標(SDGs)との整合性など、広く認知された8つの環境指標を組み入れ、3ヵ月、6ヵ月、9ヵ月、12ヵ月、18ヵ月、24ヵ月の6つの期間内におけるクレジット・スプレッドの変化との関係を調査しました。

その結果、当社のテストでスプレッドに重大な影響を与えた5つの追加指標を含めることで、「E」指標のウェイトを従来の5%から15%に引き上げました。「E」指標のウェイト引き上げに伴い、「S」と「G」の一部指標のウェイトを引き下げました。

図1. ニューバーガー・バーマンESGスコアとハードカレンシー建てソブリン債のスプレッドとの相関係数(2000-2018年)



出所: ニューバーガー・バーマン、ブルームバーグ。負の相関が強い(棒グラフが高い)ことは、ESGスコアもしくはマクロ・スコアの低下後にクレジット・スプレッドの拡大が大きくなる傾向を示唆している。データの対象期間は、2000年第1四半期から2018年第1四半期。

図1が示すように、ハードカレンシー建てのソブリン債で新たに強化したESGスコアは、GDP成長率、インフレ率、国家財政データ、外貨準備高などをカバーするマクロ・スコアの指標と同様に、将来のクレジット・スプレッドとの相関を示しているように思われます。実際に、期間が18ヵ月を超えるとESG指標との相関性は一層高まっているように見られ、

その関係性も周期的なものというより構造的なものであることが推察されます。また、より複雑な要因が作用する現地通貨建て債券市場について、ESG要因の重要性を分析したところ、ハードカレンシー建て債券市場と同様の関係性が確認されました。

当社の見解は、ESG指標はエマージング市場のソブリン債および現地通貨建て債券のパフォーマンスにとって重要であると考えています。また、市場の発展に合わせて、全体的なESG指標の説明力を維持するためには、自社のESGスコアリングによる評価手法を検証し続けることが重要であると考えています。また、エマージング市場の社債パフォーマンスにとっても、ソブリン債のESG関連リスクが重要性を持つことを認識しておくことが必要です。

先進国社債を運用する同業他社の中には、金融危機以降、クレジット分析において、地域と国で異なるアプローチを取り始めたところもあるようですが、社債発行企業については、発行体所在国にかかわらず、依然として同一のESG分析を適用している可能性が高いと思われます。同様に、外部のESG調査会社の全てが企業スコアにソブリン・リスクを組み入れているとは限らず、実際に組み入れている調査会社についても、他のセクターと比較して一部のセクターにおけるソブリン・リスクの強調にとどまっているようにみられます。しかしながら、こうしたアプローチは、先進国社債と比較して、一般的に信用リスクとソブリン・リスクとの相関が強く、業種によってはESGリスクが地域ごとに大きなばらつきのあるエマージング市場には不適切であると言えます。例えば、社債スプレッドの拡大幅は、マクロ経済や債券市場の流動性、その他の要因から、大小が決まるのが通常ですが、格付けが「AA-」のカタルも「B+」のトルコも、ソブリン債のスプレッドが拡大すれば、直ちに社債スプレッドも拡大する傾向にあります。

当社では、ESG指標を国別クレジット分析に組み入れた豊富な経験により、企業のスコアリングにも、これを考慮することが可能になりました。具体的な方法は、コーポレート・ガバナンスのスコアに関し、ビジネス環境において最も重要と考える、4つのソブリン指標に高いウェイトを割り当てました。4つのソブリン指標とは、「法の支配(世界銀行のガバナンス指標に準拠)」、「汚職の抑制(NPO法人トランスパレンシー・インターナショナルの腐敗認識指数に準拠)」、「ビジネス環境の整備(世界銀行のビジネスのしやすさ指標に準拠)」、「銀行システムの安定性(スタンダード&プアーズ社の分析に準拠)」です。

サリエント(顕現的)かつマテリアル(重要)

ESG指標とソブリン債スプレッドの相関分析と並行して、当社が2014年から実施している分析によると、ESG指標が社債のクレジット・スプレッドや信用格付けに直接関係していることが継続的に示されています。その証左を以下に示します。

ただし、投資家にとって重要なのは、実際に資産価格に違いをもたらす具体的なESG指標(発行体の分析の際に使用する指標の決定に役立つ調査結果)や、それらのESG指標の影響が国や業種によってどのように異なるか(発行体のESGスコアに組み入れる際の各指標のウェイト決定に役立つ調査結果など)を特定することであると、当社は考えています。

例えば、当社の国別クレジット分析で今回見直した重要性に関する環境指標を検証したところ、「石炭火力による発電比率」の国別スコアは将来のクレジット・スプレッドと有意な相関関係を示した一方、「再生可能エネルギーによる発電比率」の国別スコアには、有意な相関関係は認められませんでした。これは、投資家が前者の指標を後者の指標よりも重視していることを反映している可能性がある一方、リスク・プレミアムが再生可能エネルギー関連の変数を反映するには時期尚早であるという事実を反映している可能性もあります。理由が何であれ、調査結果は、重要性に関するこれらの指標の実証テストの意義を示しています。

当社のESG指標選定プロセスでは、MSCI社とサステナリティクス社が提供する環境・社会関連の75の指標を説明変数とし、両社が格付けを付しているエマージング市場における数百社の社債発行体について、9種類の財務指標とクレジット・スプレッドを被説明変数とする回帰分析を行いました。回帰分析の結果、「水関連のストレス(水需給が逼迫している状態の程度)」や「炭素排出量」、「人間開発」、「プライバシーとデータ保護」など、24の指標で財務指標とクレジット・スプレッドの間に重要な関係性があることが分かりました。また、この回帰分析の結果、セクターによって指標の関連性に強弱があることも判明したため、ESGスコアリングのウェイト付けに反映することにしました。例として、「生物多様性」と「土地利用」の重要性は公益事業セクターでは確認されたものの、金融セクターでは確認されず、これとは逆に「プライバシーとデータ保護」の重要性は金融セクターでは確認されたものの、公益事業セクターでは確認されませんでした。

これらのESG指標の中には、回帰分析において財務指標やクレジット・スプレッドとの関係が全く認められなかったか、若しくは非常に関連性が乏しかったものの、企業のステークホルダーに対して何らかの明確かつ実質的な影響を及ぼし、また、企業評価や規制当局の期待が変化することによって、やがて財務上に重要な影響を及ぼす可能性のある「サリエント(顕現的)」なものもあります。例えば、企業が「コミュニティ参加プログラム」を有しているか否かが含まれます。回帰分析の結果では企業のキャッシュフローや信用力に大きな影響を与えていなかったとしても、社会に与えるインパクトは大きく、企業評価の向上をもたらす可能性があります。

重要性と顕現性の閾値を満たした指標をセクターごとに特定したことで、残りの大半の指標をスコアリングから除外することが可能になりました。

重視されるべきガバナンス

運用業界は、ESG専門の調査会社および格付け会社から多くの恩恵を享受しています。彼らが初期のESG投資のリスク要因分析方法を開発したことにより、長い年月をかけて企業によるデータ開示が大きく改善かつ拡大し、今や課題はデータの可用性からデータの一貫性に移行しました。とはいえ、こうしたESG調査会社は、幅広い顧客にサービスを提供しており、クオンツ運用の株式ストラテジストや短期志向のヘッジファンドのポートフォリオ・マネージャー、コーポレート・クレジット・アナリスト、エンゲージメント・サービス専門会社など、さまざまな顧客にとって関心のあるデータ提供しているということに、当社は留意しています。ゆえに、当社においては当然のこととして、ESG調査会社が提供する環境および社会に関するデータの利用は一部にとどめています。また、例えば、当社はトランスペアレンシー・インターナショナルの各国の腐敗認識指数が何をもちて算出されるかを理解しているように、データの測定対象を的確に理解することも非常に重要であると考えます。

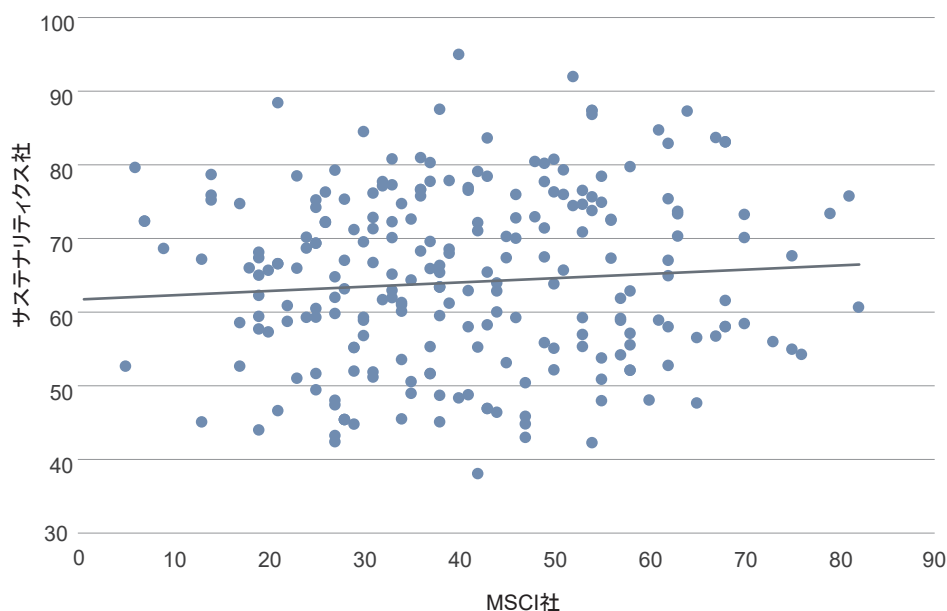
ガバナンス・データに関しては、当社はより厳格に適用する方針を取っています。当社は、エマージング社債については、次の3つの理由から、可能な限り独自の分析フレームワークを使用することがベスト・プラクティスにつながると考えています。第一に、ガバナンス・データは財務リスクに最も直接的な重要性を有しており、通常のクレジット・リサーチの一部として注視されるべきものであるためです。第二に、ESG調査会社によって、ガバナンス・スコアの測定対象に大きな相違があるとみられるためです。第三に、当社の投資ユニバースにおける重要性を踏まえると、ESG調査会社が提供するESGスコアにおいて、ガバナンス指標のウェイトが低いと考えられるためです。

ESG格付けの段階において、ESG調査会社が用いる格付け手法が各社で一定でないことは多くが指摘するところです。主な理由として、ESG調査会社の設立経緯や、所在地、当初の顧客層に起因するものであることがよく知られています。例えば、欧州に本社を置くESG調査会社はステークホルダーの枠組みをベースとし、米国に本社を置く競合他社とは異なる社会的要因に焦点を当てる傾向があります。

一方、十分な議論がなされていないのは、こうしたESG調査会社のコーポレート・ガバナンスに関する見解が少なからず異なっているという点です。当社のエマージング社債ユニバースでMSCI社とサステナリティクス社のガバナンス・スコアを比較すると、2つのデータセットの間に関係性が全くないように見えます(図2参照)。また、これら2つのデータセットを当社ユニバースの社債スプレッドに関して回帰分析したところ、ここでもほとんど相関がないことが確認されています。

図2. ガバナンスの評価対象がESG調査会社により異なっているようにみられる

ニューバーガー・バーマンのエマージング社債ユニバース(発行体234社)に対するMSCI社とサステナリティクス社のガバナンス・スコア

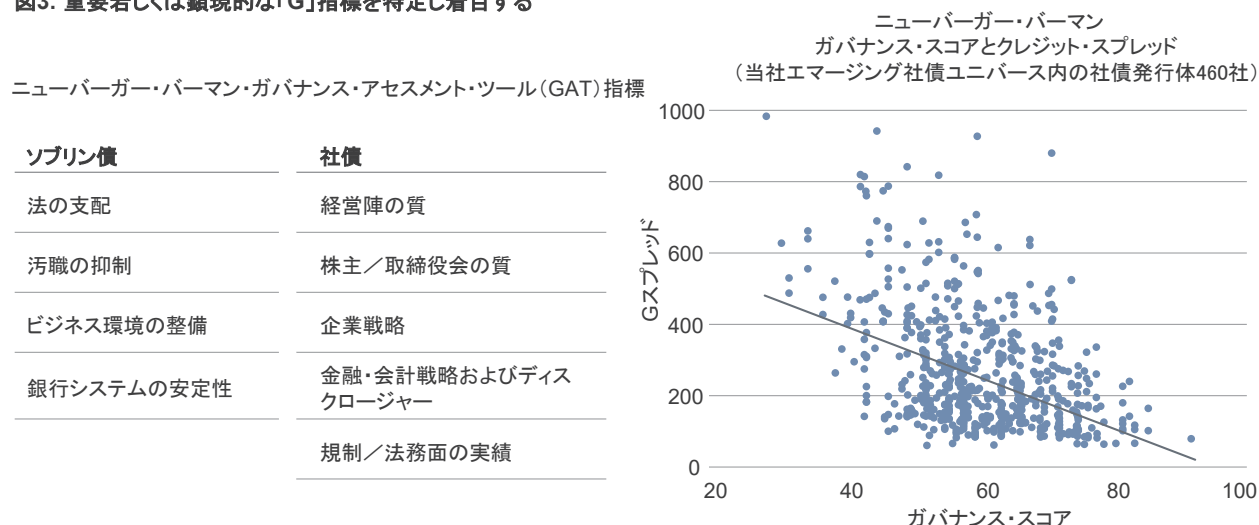


サステナリティクス社とMSCI社の両社が使用しているガバナンス手法の、エマージング社債投資家にとっての適切性に対する懸念から、当社は、外部のガバナンス・データの使用を一旦全て停止し、独自のガバナンス・データセットを構築することを決定しました。ガバナンス格付けにおいて、両社ともに株式を重視した指標が過半数を占めていることも、この決定を促す要因となりました。これは、独自のガバナンスのデータセットを構築することにより、エマージング社債にとって財務的に重要なガバナンス特性を特定する可能性が高くなるという当社の判断によるものです。

当社のファンダメンタル・クレジット・リサーチ・アナリストは、当社独自のガバナンス・スコア向けに5つの指標を開発し、これらの指標に対して発行体を一社ずつ評価することで、独自のガバナンスのデータセットを構築しました。その5つの指標には「経営陣の質（経験、評判、キーパーソン・リスク（重要人物の喪失リスク）、退職率）」、「株主／取締役会の質（支配株主の質、取締役会の独立性、監査の有効性）」、「企業戦略（反競争的行為、業績）」、「金融・会計戦略およびディスクロージャー（税務および財務構造の複雑さと積極性）」、「規制および法務面の実績（集団訴訟、罰金、規制措置、贈収賄、汚職、環境または社会関連のクレーム）」が含まれます。これまでのところ、当社の投資ユニバースの90%以上はこの独自データに基づいて評価しています。

図3は、これら5つの指標のスコアと、当社がカバーしてきた400社以上の社債発行体のクレジット・スプレッドとの相関係数を示しています。散布図上の点が左上から右下の直線周辺により多く分布していれば、相関が緊密であることを示しています。

図3. 重要若しくは顕現的な「G」指標を特定し着目する



出所：ニューバーガー・バーマン（2018年6月27日現在）。ニューバーガー・バーマン・ガバナンス・スコアは、4つのソブリン・ガバナンス指標と5つのコーポレート・ガバナンス指標に基づいた、独自の「ガバナンス評価ツール」を用いて算出しています。

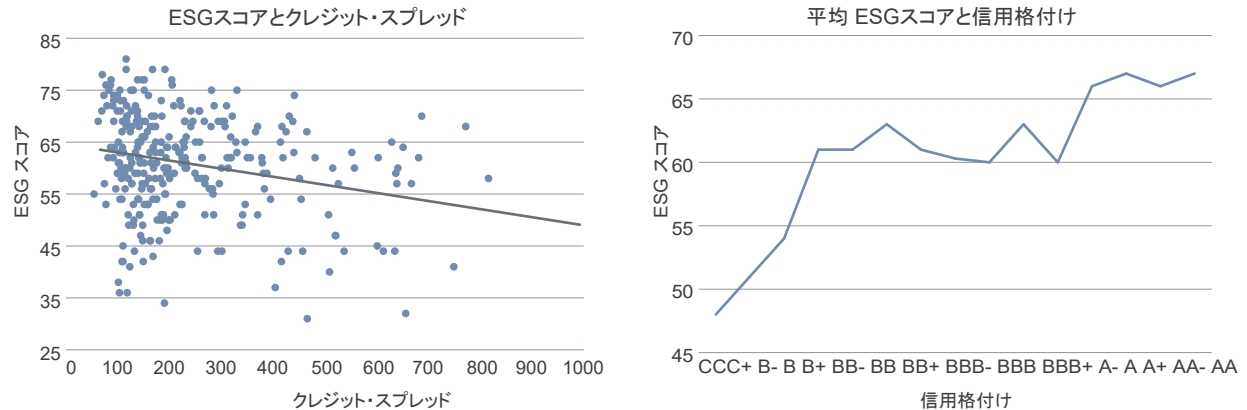
当社は、ESG指標の選定に独自手法を取ることがベスト・プラクティスであると考えていますが、こうして選んだ指標からESGスコアを設定する独自手法もまた、ベスト・プラクティスであると考えています。すなわち、独自手法のみが、セクターごとの重要性と顕現性に対する投資家の見解を反映させた「E（環境）」、「S（社会）」、「G（ガバナンス）」の各指標のウェイト付けが可能です。

繰り返しになりますが、独自手法はガバナンス指標に最も適切であると当社は考えています。外部のESG調査会社、当社の株式ユニバースに割り当てたスコアの「E」、「S」、「G」各指標のウェイトを分析したところ、MSCI社とサステナリティクス社のウェイトはともに概ね30%であることが分かりました。ただし、これは、各指標における株式のパフォーマンスに対する重要性を反映している可能性はあるものの、信用力に対する重要性は反映していないと考えられます。当社では、ガバナンス指標のウェイトを平均で約50%としています。

図4に、当社独自の取り組みの成果が表れています。これらは、当社が独自に選定し、ウェイト付けしたESGスコアとクレジット・スプレッド、そして当社の投資ユニバースにおける外部の信用格付けとの相関関係を示しています。

図4. 独自のESGスコアとウェイト付けの重要性

発行体303社に付与したニューバーガー・バーマンのESGスコアを、発行体のクレジット・スプレッドと信用格付けに対してプロット



出所: MSCI社、サステナリティクス社、ニューバーガー・バーマン。左の図は、当社独自のESGスコアを示しています。右の図は、ESGが勘案されているJPモルガン・コーポレート・エマージング・マーケット・ダイバーシファイド(CEMBI-D)の構成銘柄の発行体313社に対する、信用格付ごとに平均した当社ESGスコアを示しています。(2018年10月1日現在)

ベスト・プラクティスとして求められることは、財務上重要なESG指標を選定し、ウェイト付けした後、銘柄選定において重要かつセクター固有の影響を与えるスコアリング・システムに、それらを組み入れることです。

ESGを組み入れる方法は投資家によりさまざまです。当社では、ESGスコアを社内の信用格付けプロセスに加味しており、セクター別のESGスコアの標準偏差に基づいて組み入れる方法を確立しています。具体的には、ESGスコアがそのセクターの平均スコアから1標準偏差以上乖離した場合は、信用格付けを1ノッチ引き上げるかまたは引き下げ、セクター平均を2標準偏差以上下回っている場合は、信用格付けを2ノッチ引き下げるなど、信用格付けを見直しています。

この手法において、ESG指標は当社がベンチマークとしているインデックスの構成銘柄の発行体の3分の1以上の内部信用格付けに影響します。この手法で得られる包括的なリスク格付けは、当社の投資ユニバース内の債券のフェアバリュー算出方法の中核部分と言えます。

困難なESG問題においてもエンゲージメントとレポートを改善

ベスト・プラクティスのパズルの最後のピースは、企業に対するエンゲージメントです。[エマージング社債のESGに関する以前のレポート](#)でもエンゲージメントの重要性を指摘した通り、当社では、エンゲージメントは議決権を持つ株主に限定されるべきではないと考えています。また、これはある意味、エマージング市場で当社が現地調査を重視していることの当然の帰結に過ぎません。当社はエンゲージメント・プログラムの強化に継続的に取り組んでいますが、適切なESGスコアの運営で得た知見はエンゲージメントを補強し、その逆もまた同様で、エンゲージメント活動はESGスコア・システムの改善に貢献すると考えています。

当社のポートフォリオ・マネージャーやエコノミストは、機会があれば、常にエマージング諸国の国債管理局や財務省などの政府高官に対し、当社がESGのリスクや懸念にふさわしい一定のプレミアムを要求する理由を説明しています。加えて、当社では、発行体がサステナリティクス社やMSCI社が規定する「深刻な不祥事」に関与している場合や、当社独自のリスク評価手法においてESGスコアが格下げを引き起こすほど低い場合、当該発行体に対し、ESG問題に関するエンゲージメントの実施を義務付けています。当社では、低いESGスコアの原因となっている根本的なダイナミクスの特定期間、経営陣が提案するソリューション案に関する適切な評価は、エンゲージメントを通じてのみ可能であるという信念のもと、長期にわたって取り組んできました。さらに、当社の一連のエンゲージメント活動に対する発行体の反応の品質は、当社のESGスコアリング・システムに反映されています。アナリストは、企業の対応が不十分だった場合には、信用格付けを一段階引き下げる提案をする裁量を持っていますが、企業の対応によっては、当該企業内の改善傾向を早期に特定するのにも役立ちます。

優れたエンゲージメント・プログラムは、ESGスコアリング・システムの独自性を一層強化することにつながります。しかしながら、ESG分析の対象は、外部のESG調査会社においてもカバーされている民間企業だけでは足りず、エマージング債券の発行市場における大きな比率を占めている国有企業にまでカバレッジを拡大する必要があります。

当社のエンゲージメント活動における努力は、徐々に注目されるようになってきています。例として、1年前に、非常に困難で不快とも受け取られかねない当社からのESGに関する一連の質問に対し、超大型国有企業から書面による回答を受理したケースがあります。問題のこの企業は、安全性に関する事故を重ねた揚げ句、最終的に重大事故を起こしました。また、人権侵害の歴史がある複数国において事業を行っていたことや、当時の幹部経営陣の一人が汚職調査の対象となったことが、結果として資産の損失につながりました。

こうした一連の出来事を受けて、同社の安全策や人権および腐敗防止策をどのように修正したかという当社の質問状に対する回答内容は、導入されていれば社内の重大事故を未然に防止できたと評価可能なほどの詳細な安全プログラム、人権に関する方針の確定、そして社内腐敗防止と研修についても言及していました。

最後に、ESGに対するベスト・プラクティスは、資産クラスの種別に関係なく、ポートフォリオにおけるESGリスクのエクスポージャーの全てを透明化した上でお客様に報告することを必要とします。そのためには、当然、外部のESG調査会社が提供する個別のESGスコアをベンチマークとして活用することになります。MSCI社やサステナリティクス社などの調査会社は、ブラックロック(BlackRock)社の自社開発ソフト「アラジン(Aladdin)」のような業界で広く使用されている債券ポートフォリオの管理・レポートツールに自社のESGスコアを組み入れることによってベスト・プラクティスの促進に一役買っています。また、当社は、ポートフォリオ・マネージャーがESGスコアの低い発行体に投資する場合、その根拠に関する十分な説明をお客様へのレポーティングに含める必要があると考えています。例として、当社の観点においてリスクは全て市場価格に織り込まれていると判断している場合や、ESGパフォーマンスの大幅な改善が確認もしくは見込まれている場合、あるいは、当社のエンゲージメント・プログラムを通じて改善する可能性が見られる場合が挙げられます。

ベスト・プラクティスに向けて

上述の国有企業の経営陣から書面で受理したコミットメントは、エマージング債市場における最大級の発行体でさえ、ESG問題やこうした問題における有力投資家によるエンゲージメントの重要性を認識していることを示しています。これは、公式なESGデータに一貫性がないことが多々ある市場や、外部のESG調査会社による包括的なカバレッジが困難な市場において慎重なリスク管理を行う上で、大きな助けとなるものです。

とは言え、利用可能な外部のESGデータが豊富にあり、拡大傾向にある場合でも、エマージング市場においてESGのベスト・プラクティスを志向する運用会社や投資家であれば、独自のESGスコアを策定し、それらを投資プロセスに組み入れる方法を開発すること、そしてESGリスクが高い発行体を積極的に精査し、可能であればその問題への対処を支援するエンゲージメントを行う必要があると考えています。

総括すると、エマージング市場におけるESGへの真剣な取り組みは、独自のアプローチをとる傾向がますます高まっており、外部のESG調査会社に依存するのではなく、提携することによって、成し遂げられるものであると言えます。

当資料はニューバーガー・バーマン株式会社が情報提供を目的として作成したものであり、本資料の如何なる内容も、投資、法務、会計又は税務に関するアドバイス等を目的としておらず、また個別の有価証券等の勧誘等を目的とするものでもありません。当資料は、作成時点において信頼できるとされる情報に基づき作成されていますが、かかる情報（第三者からの情報を含む）のいずれについてもその公正性、正確性、信頼性、完全性及び妥当性について、明示または黙示を問わず表明または保証するものではありません。当資料に含まれる意見や見通しについては作成時点のものであり、今後予告なく変更されることがあります。当資料中の見通しや意見については、必ずしもニューバーガー・バーマンとしての統一見解ではない場合があることにご注意ください。当資料に記載する商品または運用戦略が、すべての投資家に適合するものではありません。また将来の市場環境の変動等により、運用方針が変更される場合があります。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。個別銘柄または企業等はあくまで説明のための例示であり、特定銘柄の売買等の推奨、または価格等の上昇や下落を示唆するものではありません。外国有価証券並びに外貨建て有価証券への投資は、為替の変動や政治経済の情勢といった信用リスクを伴い、投資資産の価値並びに利子等に影響を及ぼすことがあり、投資元本を割り込む可能性もあります。またデリバティブ取引では取引の額が保証金等の額を上回る場合があり、当該取引により生じた損失の額が証拠金の額を上回る可能性があります。当該取引の額の保証金等の額に対する比率は、取引毎の具体的な条件に応じて決定されるため、予め算出することはできません。投資一任契約に係る業務については、1.00%（年率、税抜き）を上限として投資一任契約に基づく報酬を徴収します。この投資運用報酬とは別に、かかる戦略を投資信託等の組入れにより実施する場合には、別途当該投資信託等の中での運用報酬等の諸費用が徴収されます。具体的な水準は、運用戦略、運用資産額、投資スキーム等に基づく商品の内容及び成功報酬率の徴収の有無等により商品毎または契約毎に異なり、またその他の諸条件も踏まえ個別案件毎に異なりますので、詳細を表示することはできません。その他成功報酬がこれとは別に徴収されるものもあります。さらにその他の費用として、商品の種類、スキーム等により各種費用（経費、運営費用、ファイナンス・コスト、組成費用、取引手数料等）が発生しますが、これら諸費用は運用状況及び資産規模等により変動しますので、その総額や上限等についてあらかじめ記載することができません。

当資料は、ニューバーガー・バーマン・グループが作成した資料をもとに当社が翻訳・作成した資料であり、必ずしも原文の内容と一致するものではなく、また、その正確性、完全性及び信頼性を保証するものではありません。当資料の複写、転載及び第三者への提供については、当社の同意なくこれを行うことは固くお断りいたします。

ニューバーガー・バーマン（“Neuberger Berman”）の名称及びロゴはニューバーガー・バーマン・グループLLCによりサービスマーク（“Service Mark”）として登録されています。

ニューバーガー・バーマン株式会社
Neuberger Berman East Asia Limited
〒100-6512 東京都千代田区丸の内一丁目5番1号
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第2094号
加入協会 一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 投資信託協会、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会

NEUBERGER	BERMAN
-----------	--------

Neuberger Berman
1290 Avenue of the Americas
New York, NY 10104-0001

www.nb.com