

## Portfolio Insights

アジア・クレジット：  
高まる「G(ガバナンス)」  
要因の重要性

2021年2月

## 概要

新型コロナウイルスのパンデミックによって、アジアを含む世界の資産市場は混乱に陥りました。この難しい経済環境の中で、アジア地域でも広く見られるクレジットの悪化は免れないと思われます。

しかしながら、アジアは世界の他地域と比較して構造的に有利な状況にあり、投資家は銘柄選択によって大きな投資機会を見出すことができると考えています。足元の厳しい環境で投資価値を最大限に引き出すには、環境・社会・ガバナンス（ESG）の徹底した分析を組み入れることがますます重要になると思われます。特にアジアでは「G（ガバナンス）」の要素の分析が不可欠になるでしょう。

本稿 Portfolio Insights では、アジア社債を取り巻く環境と銘柄選択において重要性を増しているガバナンス要素について考察します。人材やプロセスだけでなく、ESG を投資全般に組み込んだマニユライフ・インベストメント・マネジメントのアプローチにより、投資家の皆さまのアジア社債投資のリターン向上をどのような形でサポートしているかについて説明します。マニユライフ・インベストメント・マネジメントは、これまでアジア（除く日本）で発生した 61 銘柄の「フォーリン・エンジェル」をすべて回避しており、過去 12 年間に保有していたアジア債券銘柄にデフォルトは 1 件も発生していません<sup>1</sup>。

また、銘柄選択とガバナンス課題を重視するアプローチによって、信用力の棄損などの問題が生じる可能性のある銘柄をどのように回避したかを、3つのケース・スタディを通じて解説します。

<sup>1</sup> マニユライフ・インベストメント・マネジメント、スタンダード・アンド・プアーズ、ムーディーズ、JPモルガン・アジア・クレジット・インデックス（JACI）2020年6月20日現在。当該実績は過去のものであり、将来の運用成果等を示唆または保証するものではありません。

## P04

### アジア社債の現況

- 格付の引き下げとデフォルトが増加していることから、今後2～3年は銘柄選択が極めて重要になります。パンデミック時とパンデミック後の困難な経済環境下で、アジアでは「G（ガバナンス）」の分析を重点とする ESG 要因の検討が一層重要になると考えられます。
- アジアの企業は比較的良好な信用力を維持しており、概して幅広い手段での資金調達が可能なため、魅力的な投資機会は銘柄選択にあると考えています。このセクションでは、中国、インドネシアおよびインドの社債市場の主な動向を考察します。

## P08

### マニユライフ・インベストメント・マネジメントの強み： 人材、プロセスおよび照準を定めたESGの重視

- マニユライフ・インベストメント・マネジメントは優れた実績を誇っています。アジア（除く日本）でこれまで発生した 61 銘柄の「フォーリン・エンジェル」をすべて回避し、過去 12 年間に保有していたアジア債券銘柄にデフォルトは 1 件も発生していません<sup>2</sup>。これは、アクティブ・マネージャーとして厳密な投資プロセスとガバナンスを重視する揺るぎない姿勢によって、投資家をキャピタル・ロスと社債の評価減から守る真摯な取り組みの結果です。
- ”アート：技能”（経験豊富でかつアジア各国現地で活動する多様性に富んだアナリストチームの存在、アジアの言語能力、現地文化への精通）と“サイエンス”（アジア債券投資に関する専門的な知識やノウハウ、ESG の枠組み）の独自の組み合わせがマニユライフ・インベストメント・マネジメントの銘柄選択における優れた実績を支えています。

## P12

### アジアではESGの「G」の重視が不可欠

- アジア社債を評価する際に定性的要因が見落とされることがよくあります。アジア社債の評価では、定量的なデータの取得が難しい要素においても、分析の漏れや拡大解釈などが無いように徹底した分析が必要であり、定量的要因と定性的要因の両方を組み入れた包括的なクレジット評価の枠組みが不可欠だと考えています。
- このセクションでは、多面的なデューデリジェンスで取り上げられることの多い、i) 正式なガバナンス体制の欠如、ii) 関係当事者間取引、という 2 つの非定型的要因について詳述します。

## P14

### ケース・スタディ： マニユライフ・インベストメント・マネジメントの実績がESGプロセスの確実さを実証

- このセクションでは、マニユライフ・インベストメント・マネジメントが厳格な ESG プロセスを銘柄選択に組み入れることによって、有名企業 3 社の銘柄に発生した信用問題をどのように効果的に回避したかを説明します。

<sup>2</sup> マニユライフ・インベストメント・マネジメント、スタンダード・アンド・プアーズ、ムーディーズ、JPモルガン・アジア・クレジット・インデックス (JACI) 2020年6月20日現在。当該実績は過去のものであり、将来の運用成果等を示唆または保証するものではありません。

## アジア社債の現況

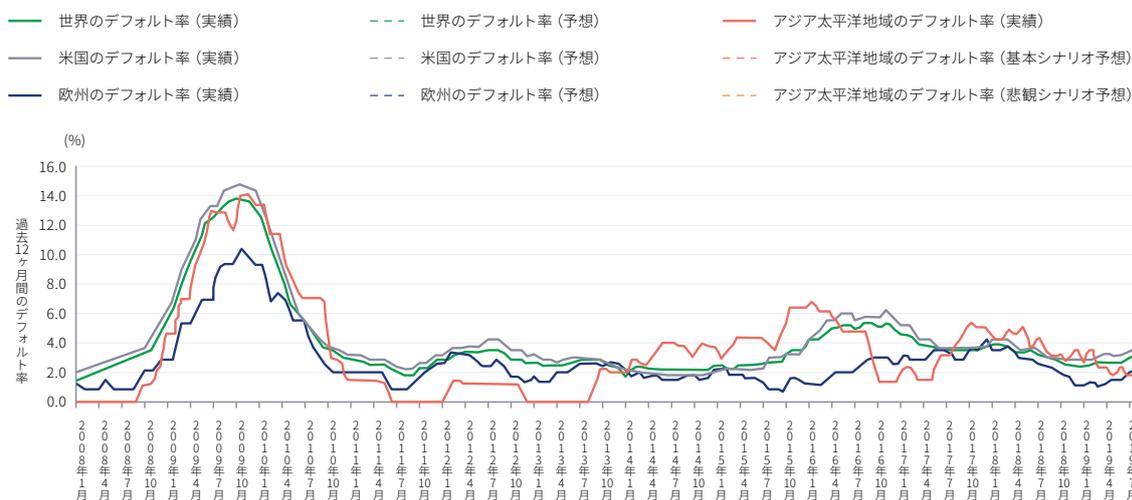
新型コロナウイルスのパンデミック発生によって多くの人命が犠牲となりましたが、世界の資産市場も混乱に陥り、ボラティリティの急激な拡大と市場の急落を招きました。ウイルス封じ込め策に加え、異例の財政および金融刺激策が奏功し、市場はその後やや落ち着きを取り戻しました。しかし一方で、個人や企業は依然としてこの「ニュー・ノーマル」に適応する途上にあります。

世界の社債市場は、先進国市場を筆頭に、景気の落ち込みで大きな打撃を受けました。2020年上期には、主に米国とEMEAにおける年初来のフォーリン・エンジェル\*銘柄数が過去3番目(34銘柄)の高水準となり、負債額は過去2番目(3,231億米ドル)の水準に達しました<sup>3</sup>。アジアもクレジット市場の全体的な悪化は免れ得ないと思われます。今後2年間に格付の引き下げとデフォルトは次第に増加すると予想されるものの、他の地域に比べると低水準にとどまると見られます<sup>4</sup>。アジアでフォーリン・エンジェルが発生するリスクはありますが、世界的に見ると比較的low水準にとどまると見られます<sup>5</sup>。アジアの発行体にクレジット・ファンダメンタルズの影響が現れ始め、2020年後半から2021年にかけて格付の引き下げとデフォルトの件数は次第に増加する可能性があります。

しかし、各国政府と政府系銀行の積極的な緩和策によって、デフォルトの発生は緩やかなペースとなるか、時期が遅れる可能性もある点には注意が必要です。具体的には、支払猶予プログラム、支払猶予期間の延長、市場ストレス緩和のための金融システムへの資金注入などの政策が考えられます。

\*フォーリン・エンジェルとは、S&Pもしくはムーディーズにより発行体の信用格付が投機的格付に引き下げられた発行体です。

図1：ハイイールド債のデフォルト率



出所：ムーディーズ・インベスターズ・サービス

<sup>3</sup> スタンダード・アンド・プアーズ、2020年6月30日現在。フォーリン・エンジェルは自動車、石油・ガス、および輸送セクターに集中していました。

<sup>4</sup> ムーディーズの基本シナリオは、2020年のアジア太平洋地域のハイイールド社債(非金融)の過去12ヶ月間のデフォルト率を6.0%とし、2019年より1.1%上昇すると予想しています。

<sup>5</sup> スタンダード・アンド・プアーズ、2020年6月30日現在。アジア太平洋地域では2020年上期にフォーリン・エンジェルが年初来で1件発生しました。

急激な変化を見せる現在の環境下で、アジアで最も魅力的な投資機会は銘柄選択にあると考えています。1 つには、アジアは信用度が高く、企業は地元の銀行から債券市場まで、幅広い手段での資金調達が可能であり、世界の他の市場に比べて有利な状況にあるためです。

以下ではアジアの主要市場である中国、インドネシア、インド市場の 2020 年年初来の動向について考察します。

## 中国:信用度の格差が拡大

中国債券市場の信用度にはばらつきがあり、信用度の高い企業は国家による支援を背景とした信用力を維持している一方で、信用力の劣る銘柄はデフォルトの可能性があります。そうした状況の中、十分な健全性を保ちながらも債券利回りが2桁に達し、オンショア市場での社債発行が難しくなっている企業もあります。この傾向は不動産セクターで特に顕著です。同セクターのオンショア債券市場では資金需要が増加していることに加え、中国人民銀行が不動産セクターの債務抑制に努めていることから、負債比率が高く、深刻な借り換えリスクを抱えるデベロッパーへの信用悪化の圧力が増しているためです<sup>6</sup>。

さらに2021年は大量の債券が満期を迎え、多くの企業の借換資金調達が困難となる恐れのある満期の壁に直面します。その結果、厳しい環境の中で債務のリストラチャリングを試みる企業が増えることから、クレジット・イベントの発生件数が増える可能性があります。

しかし一方で、中国政府は金融システムを厳格に統制しており、様々なセクターを対象とした景気刺激策を打ち出す可能性があります。当局には、政府の政策上重要な目標に貢献する分野を支援の対象とする兆候が見られます。

例えば、政府は不動産セクターから、支援の一部を再生可能エネルギー、インフラストラクチャー、製造業など深刻化する課題に直面している分野に振り向けています。

## インドネシア:ハイイールド債への圧力が増大

インドネシアでは厳しい経済状況がハイイールド債市場への圧力となり、いくつかの企業については経営破綻に陥る可能性が高まっています。特に「B格」と「CCC格」の不動産デベロッパーは、借り換え懸念から格付がさらに引き下げられています。

さらに、インドネシアの銀行は一部のハイイールド社債を支えることが難しくなっています。通常の資金調達手段による借り換えも難しくなり始めたことは、同国企業にとって信用上のさらなる課題となっています。この点、国内のローン市場でディストレスト銘柄が十分な支援を得られる中国とは対照的です。

パンデミックの発生以前に、私たちは一部の主要銘柄の借換懸念の問題を指摘していました。しかし、パンデミックによって新たな課題が生じたことで、こうした企業はコーポレート・ガバナンスとリスク管理に焦点を絞った取り組みが求められることになると思われます。

厳しい事業環境の下、一部のハイイールド社債において、債務の借り換えが困難になってきています。そのため、多くの発行体の債券が満期を迎えることを考慮すると、2021年にかけて市場のデフォルト率は上昇すると予想されます。

## インド:先行きは慎重な見通し

一方、インドでは政府と企業が新型コロナウイルス感染症への対応を迫られる中で、同国の社債市場の先行きは依然として不透明な状況です。ノンバンクの金融機関(NBFC)は慢性的な流動性の問題に直面していますが、インド準備銀行は利下げを実施し、様々な異例の金融政策によって社債市場に流動性を供給しています。

実際に多くのNBFCはオンショア債券市場を活用することができ、バンクローン市場は大幅に改善しました。とはいえ、コーポレート・ガバナンスが根本的に脆弱な企業は今後どこかのタイミングで困難に直面することが見込まれます。

<sup>6</sup> 中国人民銀行、2020年8月23日。 <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4075935/index.html>

同国マクロの観点では、低成長への懸念と高水準の財政赤字のため、景気が一段と悪化した場合に財政政策を講じる余地は限られていると思われます。しかし、インドは海外資本への依存度が比較的低いことや、原油価格の下落による交易条件の改善が見込まれることから、2020年の経常収益は赤字縮小が見込まれるなど、いくつかプラス材料もあります。

インド政府が経済成長と債務の目標を達成できるかどうかと、格付機関のスタンス次第では、インドの国債と準ソブリン債の格付が投機的格付に引き下げられる可能性があります。同国の直近の格付は投資適格格付と投機的格付のボーダーライン上にあるため、この状況を慎重に注視します。

### **ガバナンス課題の重要性が高まる**

アジア社債市場の考察で明らかになったこととして、世界経済の混乱は今後2～3年続くと予想され、格付の引き下げとデフォルトが増加するとみられることから、銘柄選択が極めて重要になります。アジアでは足元の厳しい環境下で、「G(ガバナンス)」の分析に重点を置いたESGの検討について重要性が一層高まると思われます。

次の2つのセクションでは、人材とプロセスだけでなく、ESGを全面的に組み入れたマニユライフ・インベストメント・マネジメントのアプローチが、投資家の皆さまのアジア社債投資の価値向上をどのようにサポートするかについて説明します。



## マニユライフ・ インベストメント・ マネジメントの強み： 人材、プロセス および照準を定めた ESGの重視

いかなるアジア債券戦略においても厳密な銘柄選択が非常に重要です。それは適切な銘柄を特定するだけでなく、どの投資ポジションを回避すべきかを知ることであります。

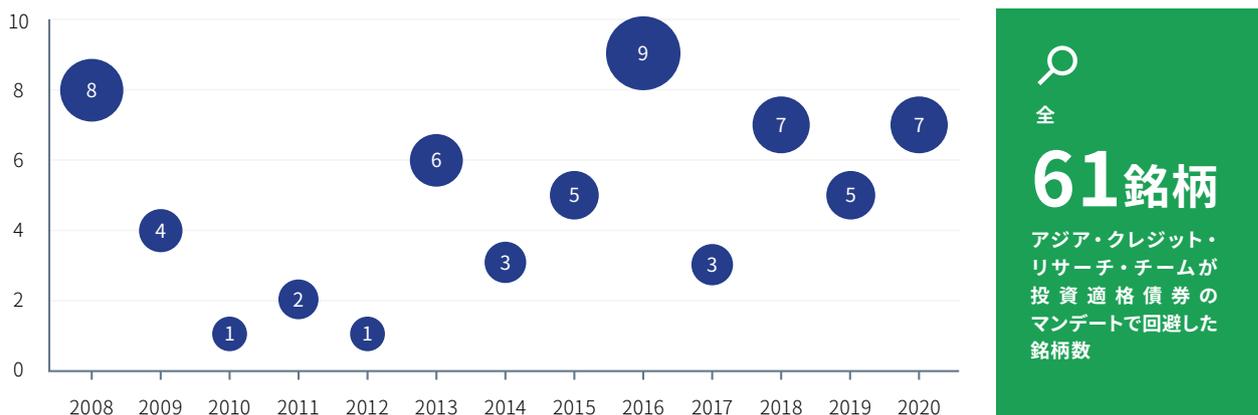
マニユライフ・インベストメント・マネジメントはこの資産クラスにおける強みと実績を基盤に、投資家の皆さまに魅力的な運用ソリューションを提供する力を向上させてきました。銘柄選択を支えているのは、経験豊富なアナリストチームが有する独自の厳密なリサーチ・プロセスとESG分析の徹底したインテグレーションです。

### 実績：デフォルトとフォーリン・エンジェルをどのように回避したか

2008年以降、アジア（除く日本）社債市場で61銘柄が「フォーリン・エンジェル」となりました。フォーリン・エンジェルとは、発行体の信用格付がムーディーズもしくはS&Pによって投資適格から投機的格付に引き下げられた銘柄です。しかし、マニユライフ・インベストメント・マネジメントは投資適格債券のマンデートにおいてそれらをすべて回避しました。さらに、過去12年間にアジア債券ポートフォリオで保有していた銘柄のうち、デフォルトに陥った銘柄は1つもありません<sup>7</sup>。

これは、チームの経験や専門知識のみならず、アクティブ・マネージャーとして、厳密な投資プロセス、的確なリスク管理、コーポレート・ガバナンスの徹底した重視によって投資家をキャピタル・ロスや社債の評価減から守る真摯な取り組みが成果を上げたものだと考えています。

図2：厳密な銘柄選択によってアジア太平洋地域のフォーリン・エンジェルをすべて回避（2008年～2020年6月）



出所：マニユライフ・インベストメント・マネジメント、スタンダード・アンド・プアーズ、ムーディーズ、JPモルガン・アジア・クレジット・インデックス (JACI)

フォーリン・エンジェルとは、S&Pもしくはムーディーズにより発行体の信用格付が投機的格付に引き下げられた発行体です。投資適格債券の定義は各債券のマンデートごとに、個々の投資ガイドラインによって異なる場合があります。

<sup>7</sup> マニユライフ・インベストメント・マネジメント、スタンダード・アンド・プアーズ、ムーディーズ、JPモルガン・アジア・クレジット・インデックス (JACI) 2020年6月20日現在。当該実績は過去のものであり、将来の運用成果等を示唆または保証するものではありません。

## 独自のクレジット評価手法：アート（技能）とサイエンスのユニークな融合

マニュアル・インベストメント・マネジメントのアジア債券専任チームは幅広い現地ネットワークを構築しています。11のアジア市場を網羅するチームは、18の異なる国籍を持ち、14の異なる言語を話す運用プロフェッショナル79名で構成されています<sup>8</sup>。

こうしたアート（多様性に富むアナリスト、言語能力や現地文化への精通）とサイエンス（深い専門知識やESGの枠組み）の独自の組み合わせこそが銘柄選択の優れた実績を支えています。

### I. 人材：率直で確かなコミュニケーションが鍵

マニュアル・インベストメント・マネジメントの債券チームを支えているのは、緊密に連携しながら、オープンかつ協調的な環境で能力を存分に発揮する23名のメンバーで構成するアジア・クレジット・リサーチ・チームです。チーム内はもとより、他の現地オフィスや株式チームをはじめとするリサーチ・デスクと昼夜を問わずに行う率直で確かなコミュニケーションを通じて、時事関連のタイムリーな情報交換や分析、企業ガバナンスの精緻な評価を行っています。資産クラスによって情報を解釈する視点が異なるため、株式チームとの意見や情報の交換は重要だと考えています。そうすることで、会社の信用状況を評価する際に充実した議論や有益な相互確認が可能になります。

さらに、ESG専任チームは、ESGの評価をクレジット・リサーチ・プロセスに全面的に組み込み、運用チームは必要とするESGのツールとスキルセットを確実に利用できるようになっています。ESGチームはアジア社債のESGリスクに関する貴重な洞察とグリーン・ボンドのストラクチャー分析を提供し、運用チームと緊密に協力しています。

ESGチームは、外部の調査機関やESGデータ機関の定期的なレビューを行っています。また、特定の課題に関する研修を企画し、研修ビデオ・ライブラリーに録画を追加します。特に、アジア債券運用チームの主要メンバー（ポートフォリオ・マネージャーとクレジット・アナリスト）は、ハーバード・ビジネス・スクール、NYU、ケンブリッジ大学など、第三者機関のサステナブル・ファイナンス／ESGエグゼクティブ・プログラムに参加しています。

アジア・クレジット・リサーチ・チームは、ESGアナリストとの情報共有や緊密な連携を通じて、重要なESG要素についての共同でのレビューが可能となります。これは「良い銘柄」と「悪い銘柄」を選別するために不可欠です。そして個々の分析結果を集約して全体像を作り上げ、真に総合的な投資判断を下します。

さらに重要な点として、2018年にアジア債券ポートフォリオを専門とするESGタスクフォースを結成しました。同タスクフォースの目的は、協動的で透明性の高い委員会を通じて、ESGインテグレーションを遂行し進捗度の追跡を確実に実施することです。このタスクフォースは、シンガポールを拠点とするアジア債券副CIOのマレー・コリスが議長を務め、グローバルESGインテグレーション・チームのメンバー、アジア債券ポートフォリオ・マネージャー、クライアント・ポートフォリオ・マネージャー、アジア・クレジット・ヘッドのフィオナ・チャン率いるアジア・クレジット・リサーチ・チームのメンバーを含む様々な部門のメンバーで構成されています。

### II. プロセス：他社と一線を画する独自の体制と方法

マニュアル・インベストメント・マネジメントは、アジア・クレジット・ヘッドのフィオナ・チャンの助言の下、**マニュアル・アジア・クレジット委員会（MACC）**が中心となって策定する社内の包括的な信用格付を指針として投資判断を行います。

MACCはアジア全域のシニア債券プロフェッショナルで構成される専門委員会で、各銘柄の厳密な分析を徹底するために設置されています。MACCは、アジア・クレジット・リサーチ・チームから得た貴重な現地の洞察をクレジット分析の過程で考慮します。社債銘柄はすべて綿密に検討された後、運用チームの投資可能なユニバースに加えられます。

MACCは週1回ミーティングを開き、新発債を「承認銘柄マスターリスト」に加えるかどうかを判断します。クレジット分析には投資の根拠とアジア・クレジット・ヘッドに提示するクレジット・テーマにおける社内リスク格付案が含まれます。この判断は二者択一で、当該債券をリストに含めることを承認するか、却下するかのいずれかです。承認された場合、各ポートフォリオ・マネージャーは当該銘柄が自分のポートフォリオに適しているかどうかを評価・判断します。

<sup>8</sup> 2020年7月16日現在

多くのクレジット・リサーチの報告体系とは異なり、アナリストは、各銘柄をポートフォリオに含めるかどうかの決定に強い影響力を持つポートフォリオ・マネージャーに直属するのではなく、クレジット・ヘッドに直属しています。アナリストは分析の遂行において完全な独立性が認められているため、確かな話し合いを行い、ガバナンスに課題があれば全てクレジット・ヘッドに直接報告します。

おそらく最も重要な点は、私たちが従来の格付機関とは異なる包括的なリサーチ方法を使用していることでしょう。格付機関が信用評価に使用する方法は、発行体の経営陣が提出する情報やデータに大きく依存していますが、私たちは i) 社内リサーチ・チーム独自の銘柄関連リサーチ、ii) 独自の情報源を持つ現地チームによる外部デューデリジェンス、といった多様な情報ソースから入手した独自の情報を総合的に吟味します。

このように、マニユライフ・インベストメント・マネジメントの人材と専門知識はより確かな投資判断に不可欠なものです。社員は経験に基づいて、検討対象の銘柄に適した分析ツールを設計します。次のセクションでは、この側面について考察します。

### III. 独自の ESG の枠組みとツール：

総合的なクレジット評価の枠組みの一環として、アナリストは社内の ESG スコアカードを使用し、すべての社債発行体に3つの要素に基づいたリスク・ランキングを付与しています。また、セクター別の ESG の重要性を示す独自のマップも指針としています。

### アジア社債 ESG スコアカード

このスコアカードの目的は、クレジット・アナリストによる企業の信用力の評価において ESG リスクをどう判断するかについて、透明性を高めることです。ESG 要素はすでに社内のリスク格付に組み込まれていますが (p.9「プロセス：他社と一線を画する独自の体制と方法」にて前述)、この枠組みは ESG 要素が社内の信用格付の決定に与える影響を数値化することを目的としています。

ランキングは、社内リスク格付（ノッチ単位）への予想影響度に対応しています。3つの要素のうち、ガバナンス課題に最大の重点が置かれます。債券価格や利回りに関係なくリスク銘柄を回避できるように、承認・却下のシステムが構築されています。こうした体系的なアプローチは、主にガバナンスに関する懸念によって多くの発行体を除外する上で役立っています。

クレジット・アナリストはこのスコアカードを使用することによって、様々な定性的要因に基づいた各 ESG 要素のリスク・ランキングの付与が可能になります。クレジット・アナリストには、政府支援、事業の多角化、財務の健全性といった潜在的なリスク緩和要因を考慮し、リスク格付のノッチ変更が適切かどうかを判断する権限が与えられています。

### 業種別のESG重要性マップ

ESG専任チームは、社内のリスク・ランキングの判定に役立てるため、幅広い業界にわたる「重要性マップ」を作成しました。このマップには2つの利点があります。1つは、クレジット・アナリストが潜在的に重要なE/S/Gの要素をすべて確実に検討できるようになることで、もう1つはクレジット・チーム全体のアプローチを統一できることです。

図3：ESGの枠組みによるアジア社債の選別方法



■ リスクが極めて高い ■ リスクが高い ■ 中程度のリスク ■ リスクが低い



上記は例示のみを目的としています。

出所：マニュアル・インベストメント・マネジメント、JPモルガン・アジア・クレジット・インデックス (JACI)、2020年10月27日現在

\*295社は、マニュアル・アジア・クレジット委員会が承認したアジア社債の発行体の数を表しています。

## アジアではESGの 「G」の重視が 不可欠

ガバナンスのリスクは、先進国市場であれ新興国市場であれ、どの社債市場にも存在します。しかし、ガバナンスのリスクの特性とそれをどう評価すべきかについては、両市場の間に大きな違いがあります。

アジアでは、定量的要因と定性的要因の両方を取り入れた包括的なクレジット評価の枠組みがリスクを完全に把握するために不可欠だと考えます。定性的要因は見落とされることがよくありますが、これはリスクが大きいと私たちは考えています。というのも、クレジットの評価においては、定量的なデータの取得が難しい要素においても、分析の漏れや拡大解釈などが無いように徹底した分析が必要だと考えるからです。

### 正式なガバナンス体制の不備

アジアには同族経営企業が多く、そのため、コーポレート・ガバナンス体制や公表されている財務諸表では全体像を十分に把握できない傾向があります。

例えば、通常、コーポレート・ガバナンスのベスト・プラクティスは、経営陣のチェック機能を果たす役割を担う独立取締役を選任しなければならない、としています。アジアでは、多くの上場同族企業が、少なくとも書類上はこのベスト・プラクティスに従っています。しかし、独立取締役と家族経営者との関係を詳細に調べてみると、会社の共有や個人的な利害関係といった、企業を客観的な立場から監督する取締役の機能を阻害する恐れのある実態が明らかになる場合があります。

こうした関係は通常の調査では分からないことも多いことから、現地リサーチ拠点がこうした企業の動態を明らかにし、把握する上で重要な役割を果たしています。

## 関連会社との取引

アジア社債のもうひとつの重要な課題は関連会社との取引の評価です。様々な市場にコングロマリットが存在しますが、会計基準や開示基準が異なるため、金融取引を含む親会社と子会社の関係の実態を理解することは困難なことがあります。

アジア地域の信用リスクは様々な形で表面化する場合があります。

-  親会社と子会社の間で行われる「貸付」
-  グループ内での商品と在庫の取引
-  親会社が資金調達のために株式を担保として供与
-  グループ内の主要企業が株式非公開企業であるため、報告書の開示義務がない

上記の要素について把握しなければならない課題や影響はそれぞれ異なりますが、すべてが相まって企業やグループの財務体質の実態を不透明にし、投資家を予期せぬリスクにさらす場合があります。

## ガバナンスの要素の定性的評価

私たちは、こうしたガバナンスの問題を十分に意識し、中国、インドネシア、インドといったアジア主要市場において綿密なデューデリジェンスを実施し、現地の調査と知見を活かしています。そうすることで、より詳細な定性的評価が可能になります。

通常、ガバナンスの分析では発行体とスポンサーの両者の財務体質に重点を置きます。関連会社の調査も重要です。関連会社の金融債務を返済するため、支配持分を有する株主が発行体から流動性を引き出そうとするケースなどがあるためです。

このほか、クレジット・ライン（信用限度額）を発行体のグループと他の傘下企業との間で共有している場合もあります。そのため、ある企業の信用力が悪化すると、その影響が健全な財務体質を維持している別の企業に波及する恐れがあります。

したがって、私たちは関係当事者間取引と発行体に対する銀行の貸出態度といった側面にデューデリジェンスの重点を置いています。現地チームは創業ファミリーの評判や信頼できる少数株主がいるかどうか等その他の要素も調査します。

以下の3つのケース・スタディは、アジアでこうした要素を理解することがいかに重要であることを示しています。これらの事例では社債発行体のガバナンスの分析が投資家の資産の保全に重要な役割を果たしました。

# ケース・スタディ：マニユライフ・インベストメント・マネジメントの実績がESGプロセスの確実さを実証

以下3つのケース・スタディは、ガバナンスの要素がクレジットの判断でどのように重要な役割を果たし、問題が表面化する前にどのように私たちが予見したかを示しています。

## ケース・スタディA： 中国の大手レンタカー企業 子会社の問題が財務状態にどう影響したか

A社は中国の大手レンタカー企業です。同社は市場で確固とした地位を確立していますが、私たちは「G (ガバナンス)」の要素を理由に、すべてのクレジット・ポートフォリオで同銘柄を除外しました。

リサーチの結果、A社と親会社との関係当事者間取引件数が増えていることが明らかになりました。その取引は車両の購入、売却、リースなどで、取引条件はごく一部しか開示されていませんでした。親会社はA社の株式を担保として銀行融資を受けており、A社の株価が下落した場合は影響を受ける可能性があります。

A社のオーナーである会長は、他のベンチャー企業の支配持分も保有しておりました。その1つである食品・飲料企業（以下、F&B企業）の評判は、A社と密接な関連を持つものでした。そして、そのF&B企業の取締役会のメンバーと上級幹部数名はA社と親会社の元社員でした。

私たちはガバナンスの分析において、これらすべての要素と、同社の外部とのつながりを考慮・検討しました。

まもなくF&B企業の売り推奨レポートに架空販売と関連当事者間取引の疑いが取り上げられ、後に裏付けられました。これを引き金にA社の株価は急落し、親会社は株式を担保とする貸付で担保の追加差し入れを求められる事態に至りました。

その後、A社は2020年上期業績の下方修正を発表し、親会社と他の関連企業に対する債権の大幅な貸し倒れ損失の見込みを明らかにしました。同社は現在、ホワイト・ナイトによる支援を求めています。

図4：ムーディーズによるA社の格付の推移



上記は説明のための例示であり、当社が特定の有価証券等の取得勧誘または売買推奨を行うものではありません。また、将来の組入れを示唆または保証するものではありません。当該評価は過去の一定期間の実績を分析したものであり、将来の運用成果等を示唆または保証するものではありません。

## ケース・スタディB: 中国の大手素材企業 高水準の現金残高が必ずしも信用を 担保するものではない理由

B社が2017年に初めて発行した社債は投資家の旺盛な関心を集め、ムーディーズからBa3の格付を付与されました。しかし、私たちはガバナンスのリスクが高いと判断し、同銘柄を除外しました。

同社のコーポレート・ガバナンスについては、高水準の関連当事者間取引に関する情報が十分に開示されていなかったこと、顧客やサプライヤーとの不透明な関係、親会社が大量の同社株式を担保として差し入れていたことなど、コーポレート・ガバナンスに関して警戒すべき兆候がありました。

売上高は急速に増加していたにもかかわらず、計上されているキャッシュフローは少額でした。また、不自然に高い利益率が計上されている一方で、極めて競争熾烈な業界での明確

な優位性を示す有力な根拠は示されていませんでした。

最も重視すべき点は、株式非公開企業である親会社が財務状況をほとんど開示していないことでした。

後に同社は満期の債券を償還することができず、それを引き金として他の債券もクロス・デフォルトとなりました。同社はバランス・シートに高水準の現金が計上されていたにもかかわらず、こうした事態に至りました。親会社の会長は後に上場企業の資金を横領した容疑で逮捕されました。

この事例は、企業の全般的な財務状態を総合的に把握するために詳細な分析が必要であることを明確に示しています。デフォルトに陥る前、B社は潤沢な現金を保有していましたが、その現金は親会社の債務返済のために流用されていました。

これは、高水準の現金残高が必ずしもその企業の信用を担保するものではない、ということを示す典型的な事例です。

図5：B社の債券価格の推移



上記は説明のための例示であり、当社が特定の有価証券等の取得勧誘または売買推奨を行うものではありません。また、将来の組入れを示唆または保証するものではありません。当該実績は過去のものであり、将来の運用成果等を示唆または保証するものではありません。

## ケース・スタディC： インドの大手小売企業 現地のリサーチがどのように地域の情報を 発掘するか

インドの大手小売業で、スーパーマーケット・チェーンを有するC社は2020年に約5億ドルの債券を発行しました。この債券はS&PからBB-、フィッチからBB-の格付が付与されました。この新発債は、市場の良好なテクニカル要因と全般的に再生可能エネルギー以外のハイイールド債の供給が少なかったことから順調に消化されました。また、有名なグローバル企業がC社の株式の大部分を保有する大株主であることも市場に好感されました。

市場では良好なポジションを確立していましたが、私たちは同銘柄の信用格付をシングルBとしました。その理由は、C社の高水準の負債比率、在庫滞留日数が長いこと、関連当事者間の取引件数の多さ、流動性が逼迫していることでした。最も重要な点は、コーポレート・ガバナンスのファンダメンタルズが脆弱であることでした。

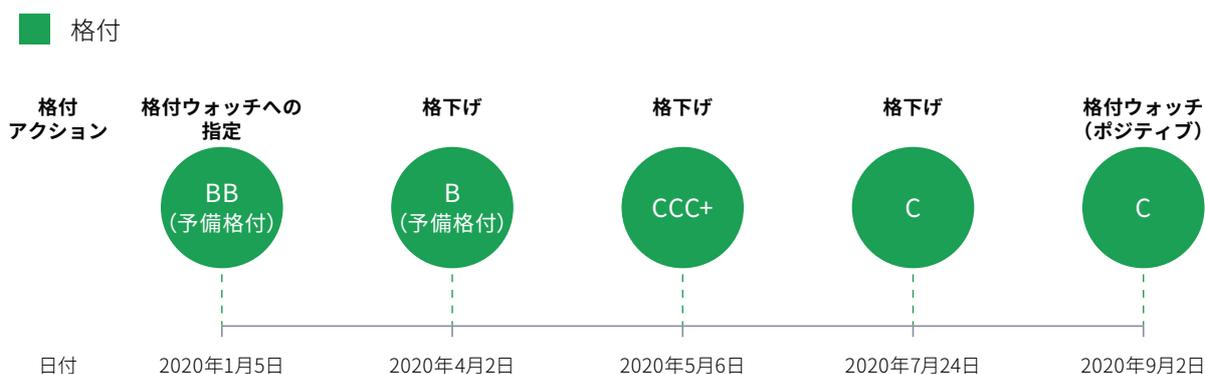
現地のリサーチから、販促グループが過剰債務を抱えている可能性があり、また同販促グループのトップダウン型経営スタイルについても現地市場では悪評が寄せられていました。そして、事業の実行や債務返済も同業他社に比べて迅速さに欠けていました。

在庫滞留日数が他社と比較して長いことから、関連会社である主要サプライヤーによるチャネル・スタッフィング(押し込み販売)の可能性が疑われました。その見返りとしてC社には比較的長い買掛金支払日数が認められていました。関連当事者間取引は一般的には正当と認められているものの、各事業体が開示する財務情報に歪みが生じるため、注意深く監視する必要があります。

2020年3月に新型コロナウイルスのパンデミックによってインドの経済活動は減速し、株式市場は下落しました。最大株主の財務状況への懸念から、4月に債券価格は25セントまで急落しましたが、6月にはホワイト・ナイトによる支援への期待から60セント近くまで回復しました。

先ごろ、C社は米ドル建て既発債の遅延利子の支払いを行い、ホワイト・ナイトが事業の一部を買収しています。

図6：フィッチによるC社格付の推移



上記は説明のための例示であり、当社が特定の有価証券等の取得勧誘または売買推奨を行うものではありません。また、将来の組入れを示唆または保証するものではありません。当該評価は過去の一定期間の実績を分析したものであり、将来の運用成果等を示唆または保証するものではありません。

## まとめ

### ESG 要素は信用力向上の重要な原動力

世界が新型コロナウイルスによるパンデミックの環境下でのニュー・ノーマルに適応していく中で、企業は事業運営リスクやコンプライアンス・リスクの増大に備えた体制の強化を進めています。こうした環境から、今後10年間にさらなる規制の強化も予想されます。

アジア市場の成熟に伴い、ESGの問題に投資家の注目がますます集まることが予想されます。アジアでは、厳しい経済状況への対応を迫られる中で、企業の「G(ガバナンス)」にすべての投資家が注目しています。ガバナンスの基準の強化と透明性向上を求める投資家の圧力は引き続き高まるでしょう。

さらに、地政学的要因が市場の動向を左右する重要な要因となる一方で、ESGの役割が一層重視されるようになると思われます。特に米国のブラックリストに挙げられ、法規制を遵守していないと見なされる海外企業に厳しい目が注がれると思われます。ESG特性が劣る企業は脆弱で、政治に翻弄されやすいと見なされるかもしれません。

今後、ESG分析がクレジットの質の向上に重要な役割を果たすことは間違いありません。マニユライフ・インベストメント・マネジメントは、投資家の皆さまがこの新たな環境下で資産価値向上を実現できるようサポートする万全の体制を整えています。

## 無登録格付に関する説明書

格付会社に対し、市場の公正性・透明性の確保の観点から、金融商品取引法に基づく信用格付業者の登録制が導入されております。これに伴い、金融商品取引業者等は、無登録の格付業者が付与した格付を利用して勧誘を行う場合、金融商品取引法により、無登録の格付業者が付与した格付（以下「無登録格付」といいます。）である旨及び登録の意義等を顧客に告げなければならないこととされております。

### 登録の意義について

登録を受けた信用格付業者は、(1) 誠実義務、(2) 利益相反防止・格付プロセスの公正性確保等の業務管理体制の整備義務、(3) 格付対象の証券を保有している場合の格付付与の禁止、(4) 格付方針等の作成及び公表・説明書類の公衆縦覧等の情報開示義務等の規制を受けるとともに、報告徴求・立入検査、業務改善命令等の金融庁の監督を受けることとなりますが、無登録の格付業者は、これらの規制・監督を受けておりません。

### 格付業者について

#### スタンダード&プアーズ

#### 格付業者グループの呼称等について

格付業者グループの呼称：

S&P グローバル・レーティング（以下「S & P」といいます。）

グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：

S&P グローバル・レーティング・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第5号）

### 信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について

S&P グローバル・レーティング・ジャパン株式会社のホームページ（<http://www.standardandpoors.co.jp>）の「ライブラリ・規制関連」の「無登録格付け情報」（<http://www.standardandpoors.co.jp/unregistered>）に掲載されております。

### 信用格付の前提、意義及び限界について

S & P の信用格付は、発行体または特定の債務の将来の信用力に関する現時点における意見であり、発行体または特定の債務が債務不履行に陥る確率を示した指標ではなく、信用力を保証するものでもありません。また、信用格付は、証券の購入、売却または保有を推奨するものでなく、債務の市場流動性や流通市場での価格を示すものでもありません。

信用格付は、業績や外部環境の変化、裏付け資産のパフォーマンスやカウンターパーティの信用力変化など、さまざまな要因により変動する可能性があります。

S & P は、信頼しうると判断した情報源から提供された情報を利用して格付分析を行っており、格付意見に達することができるだけの十分な品質および量の情報が備わっていると考えられる場合にのみ信用格付を付与します。しかしながら、S&P は、発行体やその他の第三者から提供された情報について、監査、デューデリジェンスまたは独自の検証を行っておらず、また、格付付与に利用した情報や、かかる情報の利用により得られた結果の正確性、完全性、適時性を保証するものではありません。さらに、信用格付によっては、利用可能なヒストリカルデータが限定的であることに起因する潜在的なリスクが存在する場合もあることに留意する必要があります。

### ムーディーズ

#### 格付業者グループの呼称等について

格付業者グループの呼称：

ムーディーズ・インベスターズ・サービス・インク（以下「ムーディーズ」といいます。）

グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：

ムーディーズ・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第2号）

### 信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について

ムーディーズ・ジャパン株式会社のホームページ（ムーディーズ日本語ホームページ（[https://www.moody.com/pages/default\\_ja.aspx](https://www.moody.com/pages/default_ja.aspx)）の「信用格付事業」をクリックした後に表示されるページ）にある「無登録業者の格付の利用」欄の「無登録格付説明関連」に掲載されております。

### 信用格付の前提、意義及び限界について

ムーディーズの信用格付は、事業体、与信契約、債務又は債務類似証券の将来の相対的信用リスクについての、現時点の意見です。ムーディーズは、信用リスクを、事業体が契約上・財務上の義務を期日に履行できないリスク及びデフォルト事由が発生した場合に見込まれるあらゆる種類の財産的損失と定義しています。

信用格付は、流動性リスク、市場リスク、価格変動性及びその他のリスクについて言及するものではありません。また、信用格付は、投資又は財務に関する助言を構成するものではなく、特定の証券の購入、売却、又は保有を推奨するものではありません。ムーディーズは、いかなる形式又は方法によっても、これらの格付若しくはその他の意見又は情報の正確性、適時性、完全性、商品性及び特定の目的への適合性について、明示的、黙示的を問わず、いかなる保証も行っておりません。

ムーディーズは、信用格付に関する信用評価を、発行体から取得した情報、公表情報を基礎として行っております。ムーディーズは、これらの情報が十分な品質を有し、またその情報源がムーディーズにとって信頼できると考えられるものであることを確保するため、全ての必要な措置を講じています。しかし、ムーディーズは監査を行う者ではなく、格付の過程で受領した情報の正確性及び有効性について常に独自の検証を行うことはできません。

### フィッチ

#### 格付業者グループの呼称等について

格付業者グループの呼称：

フィッチ・レーティングス（以下「フィッチ」といいます。）

グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：

フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第7号）

### 信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について

フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社のホームページ（<http://www.fitchratings.com/site/japan>）の「規制関連」セクションにある「格付方針等の概要」（<http://www.fitchratings.com/site/japan/regulatory>）に掲載されております。

### 信用格付の前提、意義及び限界について

フィッチの格付は、所定の格付基準・手法に基づく意見です。格付はそれ自身が事実を表すものではなく、正確又は不正確であると表現し得ません。信用格付は、信用リスク以外のリスクを直接の対象とはせず、格付対象証券の市場価格の妥当性又は市場流動性について意見を述べるものではありません。格付はリスクの相対的評価であるため、同一カテゴリーの格付が付与されたとしても、リスクの微妙な差異は必ずしも十分に反映されない場合もあります。信用格付はデフォルトする蓋然性の相対的序列に関する意見であり、特定のデフォルト確率を予測する指標ではありません。

フィッチは、格付の付与・維持において、発行体等信頼に足ると判断する情報源から入手する事実情報に依拠しており、所定の格付方法に則り、かかる情報に関する調査及び当該証券について又は当該法域において利用できる場合は独立した情報源による検証を、合理的な範囲で行いますが、格付に関して依拠する全情報又はその使用結果に対する正確性、完全性、適時性が保証されるものではありません。ある情報が虚偽又は不当表示を含むことが判明した場合、当該情報に関連した格付は適切でない場合があります。また、格付は、現時点の事実の検証にもかかわらず、格付付与又は据置時に予想されない将来の事象や状況に影響されることがあります。

信用格付の前提、意義及び限界の詳細にわたる説明については、フィッチの日本語ウェブサイト上の「格付及びその他の形態の意見に関する定義」をご参照ください。

上記情報は、平成31年1月31日現在、当社が信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を当社が保証するものではありません。詳しくは上記格付け会社のホームページをご覧ください。

## ご留意いただきたい事項

- 本資料は、海外グループ会社が作成した情報提供資料をマニユライフ・インベストメント・マネジメント株式会社（以下「当社」といいます。）が翻訳したものです。
- 当社が特定の有価証券等の取得勧誘または売買推奨を行うものではありません。
- アジア債券運用は、国内外の値動きがある有価証券やデリバティブ取引に係る権利等を投資対象としており、投資を行った有価証券等の市場における取引価格や評価価格の変動、為替相場の変動及び金利水準の変動等により、運用財産の価値が変動します。したがって、当社がお客様から運用を受託した運用財産の価値は、当初の元本額を下回ることがあり、さらに元本を超えて損失を被るおそれがあります。運用財産の価値の変動をもたらす主な要因としては、以下のものがあげられますが、全ての要因を網羅したものではありません。

主なリスク（リスクは下記に限定されるものではありません）

価格変動リスク	有価証券の価格は、市場における取引価格や評価価格の変動、為替相場の変動及び金利水準の変動等により上下しますので、投資元本を割り込むことがあります。債券については、期限前に償還される場合があり、これによって投資元本を割り込むことがあります。
信用リスク	有価証券等の発行者やデリバティブ取引の相手方の経営・財務状況の変化及びそれらに関する外部評価の変化等により、投資元本を割り込んだり、その全額を失ったりすることがあります。
為替変動リスク	投資対象の通貨の対円レートの変動により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。対円での為替ヘッジを行う場合は、為替リスクの低減を図ることができますが、為替ヘッジを行うにあたりヘッジコストがかかります。
流動性リスク	有価証券等を売却あるいは取得しようとする際に、市場に十分な需要や供給がない場合や取引規制等により十分な流動性の下で取引を行えない、または取引が不可能となる場合は、市場実勢から期待される価格で売買できない可能性があります。この場合、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。
カントリーリスク	外国における政治・経済・社会情勢の変動や天変地異等により投資対象である有価証券等の売買が制限されたり、売買や受渡等が不能になったりするおそれがあります。通貨不安が発生して大幅な為替変動が起こったり、円への交換が制限されたり、あるいはできなくなったりする場合があります。各資産の取り扱い、それぞれの外国の市場制度や課税制度に準じますが、これらの制度等の変更が行われる場合があります。これらを通じ、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。

- お客様にご負担いただく運用報酬その他の手数料等（以下「手数料等」といいます。）は、お客様との契約内容や運用状況等により異なるため、それぞれの金額や上限額、料率等をあらかじめ表示することはできません。このため、手数料等の合計額や上限額、料率等をあらかじめ表示することはできません。
- 本資料は、信頼できると判断した情報に基づいておりますが、当社がその正確性、完全性を保証するものではありません。
- 本資料の記載内容は作成時点のものであり、将来予告なく変更される場合があります。
- 本資料のいかなる内容も将来の運用成果等を示唆または保証するものではありません。
- 本資料で使用している指数等に係る著作権等の知的財産権、その他一切の権利は、その開発元または公表元に帰属します。
- 本資料の一部または全部について当社の事前許可なく転用・複製その他一切の行為を行うことを禁止させていただきます。

マニユライフ・インベストメント・マネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 433 号

加入協会：一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

 **Manulife** Investment Management