



ALLIANCEBERNSTEIN®

知の広場  
Knowledge Forum

## シリーズ「責任投資の現場から」

# 第1回：社債運用プロセスへのESGインテグレーション



2020年5月27日



臼井 はるな

アライアンス・バーンスタイン株式会社

責任投資推進室長

運用戦略部 シニア・インベストメント・ストラテジスト



## シリーズ「責任投資の現場から」

近年、より良い社会を創出するために企業や投資家の果たすべき役割を問う声が高まり、責任投資(RI)に注目が集っています。本シリーズでは、責任投資に関するアライアンス・バーンスタイン(以下、「AB」)の経験から、現在実務の最先端ではどのように投資が行われ、どのような課題に直面しているのかをご紹介します。

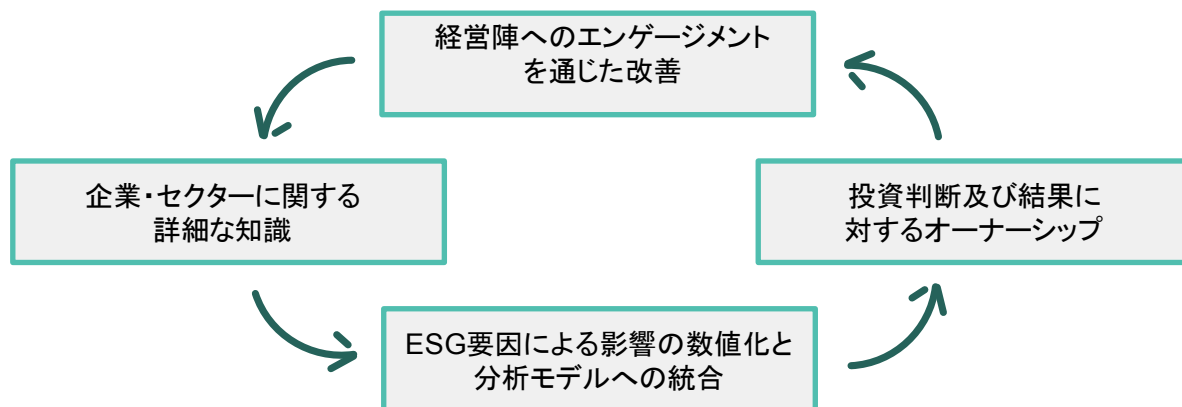
国連の責任投資原則(PRI)への署名機関が年々増加し、運用会社の中でもESG(環境、社会、ガバナンス)評価を運用プロセスに取り入れる動きが広まりつつある。特に株式投資の世界ではさまざまな取り組みが進んでおり、メディアでも多くの事例が紹介されている。一方、社債投資の分野においては、資産特性上リターンの上アップサイドが限られていること、議決権行使ができないこと、償還期限の長短があることなどを背景に、ESG評価への取り組みは株式ほどには進んでいないように見える。しかし、債券は株式とともに資産運用の両輪をなすものであるため、本稿では、従来ESGへの取り組みがあまり知られていなかった債券運用に注目することで、今やいかに運用会社やアセットオーナーにとっ

て責任投資が普遍的な課題となりつつあるのかをお伝えしたい。

社債のアクティブ運用においても、信用力のダウンサイド・リスクを分析する上で、ESGの各要素を的確に把握することは重要である。古くはBPによるメキシコ湾原油流出事故、鉱山会社ヴァーレの所有していたダム崩壊事故、セメント会社ラファージュホルシムのシリアにおけるイスラム過激派組織ISISとの取引など、ESGに関連する事項が信用力ひいては社債価格に大きく影響を与えた例は数多くある。したがって、債券運用においても、ESG評価を運用プロセスに組み込み、将来にわたり信用力や社債スプレッドに与え得る影響を適切に把握する重要性は高まってきていると言えよう。

当資料は、2020年5月20日現在の情報を基にアライアンス・バーンスタイン株式会社が作成した資料であり、いかなる場合も当資料に記載されている情報は、投資助言としてみなされません。当資料は信用できると判断した情報をもとに作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また当資料の記載内容、データ等は今後予告なしに変更することがあります。当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、当該指数等の開発元または公表元に帰属します。アライアンス・バーンスタイン及びABはアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーとその傘下の関連会社を含みます。アライアンス・バーンスタイン株式会社は、ABの日本拠点です。

## ESGを統合したリサーチとエンゲージメントによる相乗効果



上記は運用プロセスとESGの関係に関する考え方を例示することのみを目的としています。出所:AB

さて、ESG評価の運用プロセスへの統合（インテグレーション）には多様なアプローチがあり、一言でインテグレーションと呼んでいたとしても、運用調査の現場ではかなり異なる手法が取られていることが少なくない。以下、ESG評価を誰が行うのかに焦点を当て、主なアプローチの違いや運営上の留意点について考えたい。

運用プロセスにおいてESG評価を行うのは、①セクター担当のクレジット・アナリスト、または、②独立チームのESG専任アナリスト（株式と社債を兼務しているケースもある）、のいずれかに大別されると考えられる。

### 1. セクター担当のクレジット・アナリストがESG評価を行う場合

最大のメリットは、発行体やセクター動向への深い理解を基にESG評価を適用できる点である。セクター担当アナリストは、日々の信用力分析を通じて発行体の収益構造や経営体制、セクターの規制動向や競合状態について既に一定の理解を有していると考えられ、こうした知識に基づいて一貫したESG評価を行えることは大きな強みと言えよう。さらに、単なるESG評価に終始するのではなく、その評価内容が将来的な信用力に与える影響を的確に結びつけ、投資判断へのインプリケーションについて運用担当者に対し明確に説明する能力を有するという点でも、クレジット・アナリストには強みがあると考えられる。

一方、各クレジット・アナリストのESGに関する知識・理解が不十分であったり、アナリスト間でばらつきがあったりする場合には、信用力評価へのESG項目の反映が適切に行われないことも想定される。アクティブ運用において債券の魅力度を相対評価する上で、「共通の物差し」は不可欠であり、ESG評価においても十分かつ共有された理解に基づく分析が行われる必要がある。

### 2. 独立チームのESG専任アナリストが評価を行う場合

上述の裏返しともなるが、評価をする上での「共通の物差し」が比較的機能しやすい点がメリットである。評価・分析の下地となるESG関連の知識水準についても一定基準以上を満たす可能性が高く、バラつきは少なくなると考えられる。

一方、ESG専任アナリストは必ずしも対象の発行体やセクターに関する十分な分析経験や知見を持っているわけではない。ESG評価に当たって不可欠な、最新の規制・技術動向や競合状況、収益構造、経営体制等に関する理解が十分ではない場合、ESGに関する評価が対象発行体の実態を適切に反映しないものになってしまう可能性がある。こうした問題は、分析対象の企業数が増え、1つの発行体に割けるリソースが少なくなるほどリスクが高くなると考えられる。さらに、専任アナリストによる独立したESG評価を、最終的にどのように信用力評価に組み込むのか、クレジット・アナリストの見解とどのようにバランスをとるのかといった点も議論の対象となりえよう。こうした点がクリアにならない場合、せっかくのESG評価が適切に投資判断に反映されず、結果的に、インテグレーションとは程遠いプロセスになってしまうリスクが残る。

いずれのアプローチも完全ではないが、運用プロセスに合わせた形で対策をとることは不可能ではない。例えば、セクター担当のクレジット・アナリストがESG評価を行う場合は、トレーニング・プログラムを通じてESGに関連する最先端の研究成果等をアナリストに習得させ、信用力評価に反映させることが考えられる。このように、ひとことでインテグレーションと言っても、運用調査の現場で実際に起きていることはアプローチの仕方によって大きく異なる場合もあり、アセットオーナーの観点からはしっかりと見極めが必要であろう。

## アライアンス・バーンスタイン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第303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／日本証券業協会／  
一般社団法人第二種金融商品取引業協会

<https://www.alliancebernstein.co.jp>

### 当資料についての重要情報

当資料は、投資判断のご参考となる情報提供を目的としており勧誘を目的としたものではありません。特定の投資信託の取得をご希望の場合には、販売会社において投資信託説明書(交付目論見書)をお渡ししますので、必ず詳細をご確認のうえ、投資に関する最終決定はご自身で判断なさるようお願いいたします。以下の内容は、投資信託をお申込みされる際に、投資家の皆様に、ご確認いただきたい事項としてお知らせするものです。

#### ＋ 投資信託のリスクについて

アライアンス・バーンスタイン株式会社の設定・運用する投資信託は、株式・債券等の値動きのある金融商品等に投資します(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)ので、基準価額は変動し、投資元本を割り込むことがあります。したがって、元金が保証されているものではありません。投資信託の運用による損益は、全て投資者の皆様に帰属します。投資信託は預貯金と異なります。リスクの要因については、各投資信託が投資する金融商品等により異なりますので、お申込みにあたっては、各投資信託の投資信託説明書(交付目論見書)、契約締結前交付書面等をご覧ください。

＋ お客様にご負担いただく費用:投資信託のご購入時や運用期間中には以下の費用がかかります

- ＋ 申込時に直接ご負担いただく費用…申込手数料 上限3.3%(税抜3.0%)です。
- ＋ 換金時に直接ご負担いただく費用…信託財産留保金 上限0.5%です。
- ＋ 保有期間に間接的にご負担いただく費用…信託報酬 上限2.068%(税抜1.880%)です。

その他費用…上記以外に保有期間に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書(交付目論見書)、契約締結前交付書面等でご確認ください。

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、アライアンス・バーンスタイン株式会社が運用する全ての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

### ご注意

アライアンス・バーンスタイン株式会社の運用戦略や商品は、値動きのある金融商品等を投資対象として運用を行いますので、運用ポートフォリオの運用実績は、組入れられた金融商品等の値動きの変化による影響を受けます。また、金融商品取引業者等と取引を行うため、その業務または財産の状況の変化による影響も受けます。デリバティブ取引を行う場合は、これらの影響により保証金を超過する損失が発生する可能性があります。資産の価値の減少を含むリスクはお客様に帰属します。したがって、元金及び利回りのいずれも保証されているものではありません。運用戦略や商品によって投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なります。また、ご投資に伴う運用報酬や保有期間中に間接的にご負担いただく費用、その他費用等及びその合計額も異なりますので、その金額をあらかじめ表示することができません。