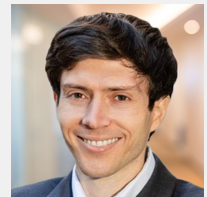




新興国企業のESGを巡る4つの誤解



2022年1月19日

**クリスチャン・ディクレメンティ**アライアンス・バーンスタイン・エル・ピー
エマージング・マーケット債券 リード・ポートフォリオ・マネジャー**パトリック・オコネル**アライアンス・バーンスタイン・エル・ピー
債券運用 責任投資 リサーチ・ディレクター

新興国の社債市場は最も急速な成長を遂げている債券セクターの1つとして、無視できないほど規模が大きくなっている。社債を発行している企業は600社を超え、発行残高は2兆7,000億米ドルと新興国のソブリン債市場全体を上回り、米ドル建て及びユーロ建てのハイイールド市場を合わせた規模に匹敵している。魅力的な利回りと潜在的なリターンを得る投資機会を見つけ出すのに苦しんできた債券投資家にとって、これは明るいニュースである。

だが残念なことに、多くの投資家は古い考え、特に新興国企業は環境・社会・ガバナンス(ESG)リスクが高いと

いう考えに囚われているため、新興国社債の購入をためらっている。アライアンス・バーンスタイン(以下、「AB」)では、投資家が魅力的なリスク・リターン特性を伴いながら成長しているこのセクターにアクセスするには、新興国におけるESGに関する混乱を打破する必要があると考える(以前のリサーチペーパー『[ゴルディアスの結び目を断ち切る](#)』をご参照)。

本稿では、ひどい環境汚染から手の施しようがない複雑な問題まで、新興国企業のESGに関する4つの最もよくある誤解を解いていきたい。

当資料は、アライアンス・バーンスタイン・エル・ピーのCONTEXTブログを日本語訳したものです。オリジナルの英語版は[こちら](#)。

本文中の見解はリサーチ、投資助言、売買推奨ではなく、必ずしもアライアンス・バーンスタイン(以下、「AB」)ポートフォリオ運用チームの見解とは限りません。本文中で言及した資産クラスに関する過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

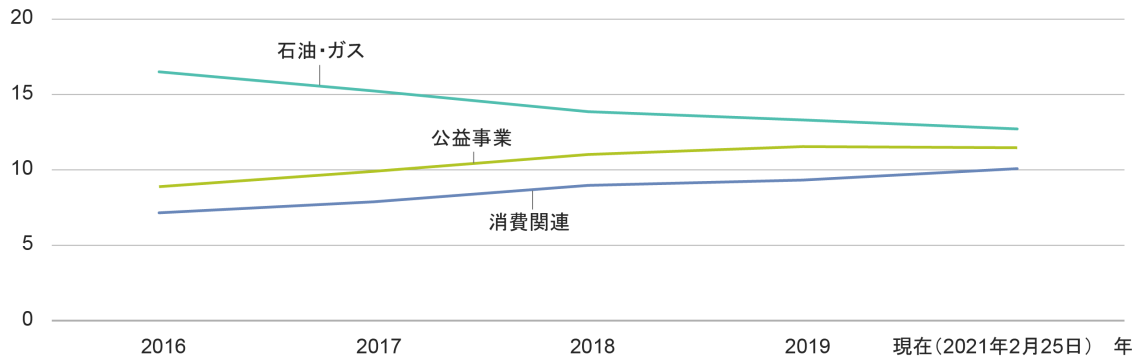
当資料は、2021年11月30日現在の情報を基にアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーが作成したものをアライアンス・バーンスタイン株式会社が翻訳した資料であり、いかなる場合も当資料に記載されている情報は、投資助言としてみなされません。当資料は信用できると判断した情報をもとに作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。当資料に掲載されている予測、見通し、見解のいずれも実現される保証はありません。また当資料の記載内容、データ等は作成時点のものであり、今後予告なしに変更することがあります。当資料で使用している指数等に係る著作権等の知的財産権、その他一切の権利は、当該指数等の開発元または公表元に帰属します。当資料中の個別の銘柄・企業については、あくまで説明のための例示であり、いかなる個別銘柄の売買等を推奨するものではありません。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。

誤解1: 新興国企業は環境に悪い

まず、よくある誤解は、新興国企業はどれも古い業界に属しており、環境に悪いという見方である。かつては新興国企業が環境汚染の大きな原因だったことは間違いないが、もはやそうではない。この5年間で、新興国社

債のユニバースは石油・ガス生産会社のような伝統的な汚染企業から、よりESGに配慮したセクターにシフトした。その中には、多くの企業が再生可能エネルギーへの移行を進めている公益事業セクターや、ヘルスケア及び一部の電子商取引企業を含む消費セクターも含まれている(図表1)。

【図表1】 新興国社債市場は石油・ガス・セクターにとどまらず多様化している
JPモルガンエマージング・マーケット社債指数: 業界別ウェイト(%)



分析は例示のみを目的としており、今後変更される可能性があります。
2021年2月25日現在
出所: JPモルガン

また、全ての新興国企業がESGの面で後れをとっているわけではない。排出削減に向けて世界をけん引している企業もある。例えば、メキシコの化学会社であるオルビア・アドバンスは、業界で最も炭素排出量が少ない企業の1つで、最も野心的な炭素削減計画を掲げている。実際、それは欧米の多くの大手化学企業の計画よりも優れている。

さらに、新興国企業は、クリーンエネルギーの未来への移行を推進するために必要な資源を開発する上で、世界をリードしている。例えば、国際銅協会によると、新興国企業は世界の銅の80%を生産しており、その需要は今後20年間に50%増加すると予想されている。リチウムについては新興国企業が半分以上を生産しており、その需要は2024年までに倍増するとみられている。この2つの金属はバッテリーや他のグリーンテクノロジーに使用されている。

最後に、新興国社債ユニバースは、グリーン・ボンドやサステナビリティ連動債といったESG債の発行が急増しているおかげで(以前の記事『[進化するESG債市場](#)』ご参照)、サステナビリティに関する指標が劇的に改善している。グリーン・ボンドは一定のフレームワークや時間枠の中で環境に配慮したプロジェクトに資金を提供し、サステナビリティ連動債は発行企業が特定のサステナビ

リティ目標を達成するための財務的インセンティブをもたらしている。

これらを総合すれば、新興国社債は、実際に環境の改善に向けたソリューションの一翼を担っている。

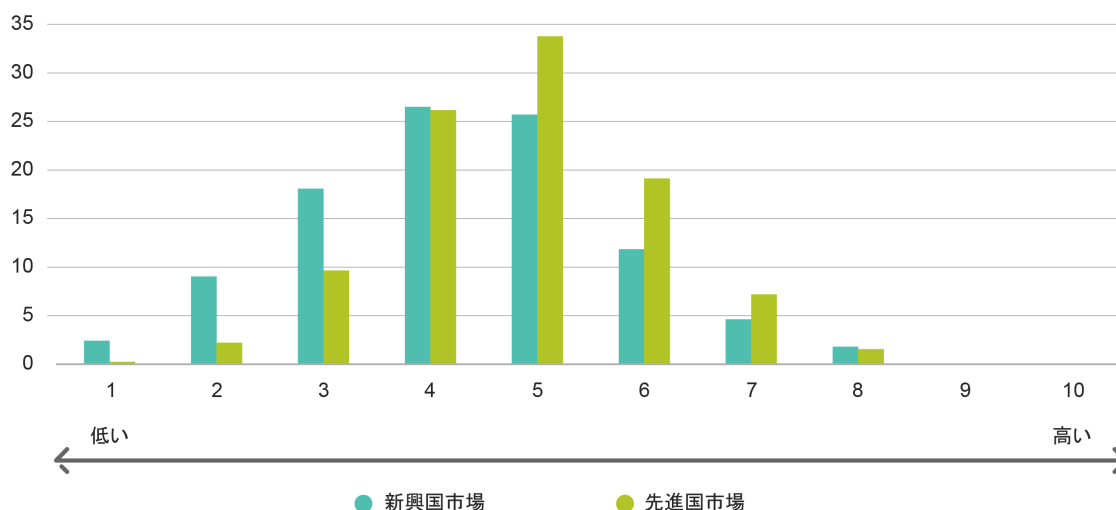
誤解2: 新興国企業のガバナンスに関する実績は劣悪

2つ目のよくある誤解は、新興国のコーポレート・ガバナンスが先進国に比べて大きく遅れているというものである。全体的に見れば、新興国企業は先進国企業に比べガバナンスがわずかに劣っているが、どちらにも大きなばらつきがある(次ページの図表2)。

投資を成功させるためには、良いガバナンスと悪いガバナンスを見分けることが非常に重要であり、それによって大きな影響が生じる。アラブ首長国連邦の民間医療会社であるNMCヘルスケアは、ガバナンスに関するリスクがいかに投資家に打撃を与える恐れがあるかを示す事例である。同社は数年間にわたって借入金を40億米ドル過少に計上していた。2019年に劣悪なガバナンスが明るみに出たことで、同社は管財手続きに入り、債券保有者は80%の損失を被った。

しかし、好ましい影響も考えられる。例えば、誠実な企業

【図表2】 新興国企業はガバナンス・スコアが低い
企業のガバナンス・スコア分布 (%)



分析は例示のみを目的としており、今後変更される可能性があります。
2021年3月31日現在
出所: AB

によるガバナンスの改善に向けた取り組みは、投資家に大きな利益をもたらす可能性がある。ブラジル、ブルガリア、アフリカで事業を展開する英国の発電会社であるコントゥアグローバルは株式公開を通じて厳しい調査を受け、透明性の基準を高めることでガバナンスや環境に関するリスク特性を改善したほか、石炭プラントを新たに建設しないことを約束した。その結果、同社の資金調達コストは大幅に低下し、この期間に同社の債券がアウトパフォームしたことから、投資家は大きな利益を得ることができた。

このように、新興国企業のガバナンスは先進国企業に比べそれほど悪いわけではない。しかし、ガバナンスの良し悪しを見極めるのは実際に難しく、そのことが3つ目の誤解につながっている。

誤解3: 新興国社債の評価にESGを取り入れるのはあまりに複雑

新興国社債のESGリスクは極めて不明確で複雑なものに見えるため、多くの投資家は新興国企業を差別化するために必要な徹底したデューデリジェンスを行っていない。しかし、十分に強力なサーチ手法や投資プロセスを用いれば、新興国企業に関するESGリスクや他のリスクを把握及び管理することができる。

特に、エコノミスト、アナリスト、ポートフォリオ・マネジャー、責任投資の専門家で構成するチームが協力して360

度のアプローチを取り入れれば、関連する情報をタイムリーに収集及び分析することが可能になる。

そうした能力はリスクだけでなく投資機会も把握できるため、責任投資の成果に関する目標を明確に定めている投資家だけでなく、優れたリスク調整後リターンを獲得を主な目的としている投資家にとっても、新興国社債は適切で魅力的な投資対象となる。

誤解4: ESGは新しくニッチすぎるため、新興国企業には効果をもたらさない

ESGという言葉は新しいかもしれないが、ESGリスクはそうではなく、紛れもない信用リスクである。ABの調査によると、過去10年間にアンダーパフォームした新興国社債の約3分の2は、重大な環境問題や会計上の不正など、ESGに関する問題を抱えていた。その一方で、ESG課題に積極的に取り組んでいる企業は収益が拡大し、資金調達条件も改善する可能性がある。

それは、ESGが投資家にとって最大の関心事ではないとしても、ESGは全ての新興国社債の発行体の収益に影響を与えるため、ESG要因を分析に取り入れる必要があることを意味している。ESGが最大の関心事だとすれば、新興国企業に投資すれば、世界が社会的エンパワーメントの拡大と環境のサステナビリティ向上を目指すための資金調達を手助けすることができる。

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、全て投資者の皆様へ帰属します。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、元金およ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。