



ALLIANCEBERNSTEIN®

ゴールドアスの結び目を断ち切る

新興国の社債に投資する上でのESGを取り入れる
アプローチとその効果

オカン・エイキン
社債リサーチ・アナリスト

タイス・アレルヤ
新興国社債リサーチ・アナリスト

パトリック・オCONNELL
社債リサーチ・アナリスト

概要:ここ数年、新興国市場の社債セクターは著しい成長を遂げ、魅力的なリスク調整後リターンを創出してきた。しかし、投資家は依然として同セクターの環境・社会・ガバナンス (ESG) リスクを警戒している。アライアンス・バーンスタイン (以下、「AB」) は、この投資機会を活用する上でカギを握るのは、ボトムアップ型のリサーチや投資プロセスにESG要因を組み入れることであると考えている。

新興国は投資機会か、それともESG面の問題か？

大半の投資家にとって、新興国市場で魅力的な投資機会が得られることは言われるまでもない。しかし、新興国市場は「ゴルディアスの結び目」の伝説を思い起こさせるような、重大かつ複雑な課題も抱えている。一貫性のない規制や標準化の欠如など、一部の問題には新興国市場の持つ多様な特徴が反映されている。また、環境汚染や汚職など、解決しにくいように見える問題もESGリスクとして存在する。

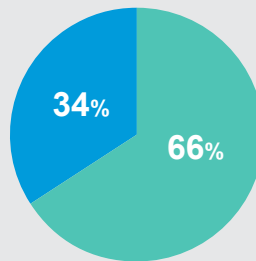
これらは、特に新興国の社債に投資する投資家にとって着目すべきポイントだ。ABの分析によると、JPモルガン・コーポレート・エマージング・マーケット・ボンド指数（CEMBI）で過去5年間のパフォーマンスが最も悪かった銘柄の半分以上が、ESGの評価が低い企業だった（図表1）。

【図表1】 新興国の社債にとってESG要因は大きなリスク

CEMBIを構成する債券のパフォーマンス下位10銘柄のマイナス要因*（2016–2020年）

主にESG以外の理由

- + 新型コロナウイルスの影響でセクターが混乱
- + 業界の持続的な衰退
- + 各国が抱えるマクロ経済問題



主にESGに関する理由

- + 不正会計
- + オーナーによる自己取引
- + 債券保有者以外のステークホルダーとの利益相反
- + 壊滅的な環境破壊

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。

*AB社内のESG分類に基づきます。

2020年12月31日現在

出所：JPモルガン、AB

こうした課題がある中で、投資家はなぜ新興国の社債に投資したいと考えるのだろうか？ その理由は5つある。その中で最も重要なのは、ESGに関連するものである。

第1に、新興国企業に投資する際に常にESGリスクが大きいと見積もるのは正しくない。すべての新興国企業がESGについて遅れをとっているわけではない。例えば、メキシコの化学企業であるオルビア・アドバンスは、業界で最も排出量が少なく、最も野心的な炭素削減計画を定めている企業の1つである。実際、欧米の大手化学企業の多くよりも優れている。

第2に、新興国へESGをテーマとする投資アプローチを採ることには大きな意味がある。新興国社債にESGリスクがあると考えられていることを踏まえれば直観に反するように見えるかもしれないが、新興国への投資は、世界が社会や環境のサステナビリティを高める方向に移行するのを支える資金を提供することになる。

新興国は世界の人口の約70%を占めており、クリーンエネルギーへの移行を促進する大量の資源を保有している。例えば、新興国は世界の銅の80%を生産しており、銅需要は今後20年間に50%増加すると予想されている。2024年までに需要が倍増するとみられるリチウムについても、世界の生産の半分以上を占めている。¹ しかも、新興国への投資は健康や教育の機会向上に寄与することで、世界で最も開発が遅れた一部地域におけるサステナブルな成長と社会的エンパワーメントをサポートすることができる。

第3に、十分に優れたリサーチ手法や投資プロセスがあれば、新興国企業に関するESGや他のリスクを把握及び管理することができる。こうした能力はリスクだけでなく投資機会を把握することも可能で、責任投資の成果を出したいと考えている投資家だけで

なく、高い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、新興国の社債は合理的かつ魅力的な投資対象となる。

第4に、新興国の社債は多くの点で先進国の債券よりも好ましい。例えば、2015年から2020年にかけて、CEMBIのシャープレシオ（リスク1単位当たりのリターンを示す指標）は、新興国ソブリン債の2倍に達した。² 同様に、CEMBIを構成するハイイールド債と投資適格債のシャープレシオは、先進国の同じセクターよりも高かった。新興国社債の信用の質についても同じことが言える。平均的に見れば、新興国の投資適格社債の格付けは、米国の投資適格社債の平均に追いついてきた。

5つめの点として、新興国の債券はポートフォリオに分散効果をもたらす。新興国の社債市場は、600社以上の企業が世界の市場で発行した米ドル建て債で構成されており、市場規模は2兆5,000億米ドルを上回る。これは新興国のソブリン債市場よりもかなり大きく、米ドルとユーロ建てのハイイールド市場を合わせた規模に匹敵する。それに加え、新興国の社債は他の社債市場との相関性が低い。

ABの見方では、新興国社債市場のリスクを把握及び管理する上で重要なことは、ESG要因を全面的に組み入れた、深みのある熟慮された調査方法や投資プロセスを活用することである。

ABは以前のリサーチ・ペーパーで、ESGをソブリン・クレジット分析に組み込むためのモデルについて説明した。このアプローチに基づき、新興国社債のリスクを明確にするとともに、それがもたらす潜在的な投資機会から利益を得るため、包括的なクレジット分析とESGリサーチを組み合わせる方法について、以下で説明したい。

1 "Meeting Future Copper Demand," Copper Alliance (website), International Copper Association, accessed June 10, 2021, <https://sustainablecopper.org/meeting-future-copper-demand/>. "Global Lithium Demand Expected to Double by 2024," mining.com (website), Glacier Media Group, October 8, 2020, <https://www.mining.com/global-lithium-demand-expected-to-double-by-2024/>.

2 JPモルガン

ESG格付けは部分的な分析でしかない

新興国の社債についてESGを意識したリサーチや投資プロセスを構築する際、最初に考慮すべき点はデータで、その入手可能性、包括性、正確性、比較可能性が重要な意味を持つ。多くの新興国企業は一族や政府が過半数の株式を保有しているため、上場企業に比べてディスクロージャーの要件が厳しくない。そのことは、自らリサーチしようとする投資家にとって困難な問題となり得る。また、新興国のインデックスにも問題をもたらす可能性がある(3ページの「新興国のESGに関する市場インデックスはリサーチの代わりにならず」を参照)。

そのため、多くの投資家がESG格付機関に目を向けている。それらの機関は、一般的な信用格付機関と同じように企業のESGリスクを分析し、投資家にとって指針となる格付けを付与している。こうした格付けは役立つ可能性があるが、額面どおりに受け取れば、誤解を招いたり混乱を引き起こしたりする恐れがある。その理由は2つある。第1に、ESG格付機関は必要なデータを入手する上で投資家と同じ問題を抱えている。第2に、格付機関によってリスクを評価する手法が著しく異なっている。

サステナビリティ・インスティテュートは、2020年に発表したESG格付機関に関する調査で、格付けは投資家に問題をもたらし、投資家をかえって混乱させる場合もあると次の様に指摘している。

「インタビューした投資家は、不正確なデータや、古いまたは過去のデータが用いられていることから、ESGのパフォーマンスが1つのスコアに集約できるのかといった根本的な懸念まで、格付けに対する強い批判を表明した」³。

最も広く用いられているMSCIとサステナリティクスという2つの格付機関をABが独自に比較したところ、次のような問題点が浮かび上がった(4ページの図表2参照)。

2つの格付機関は評価手法が大きく異なるため、両社の格付けを比較するのは不可能ではないにしても難しい。MSCIが同業他社

と比較した相対評価を行っているのに対し、サステナリティクスはすべてのセクターについて絶対ベースで格付けしている。

こうした違いは実際の格付けにも影響を及ぼす。例えば、チリの国営銅鉱山会社であるコデルコのESGリスクに関する両社の見解は大きく異なっている。MSCIはコデルコのリスクを中間付近としているのに対し、サステナリティクスは最大に近いリスクスコアをつけている。ABの分析では、両社の格付けは全般的に相関性が低く、0.5未満となっている。

外部のESG格付けに過度に依存することは、古い寓話である「群盲象を評す」にあるようなリスクをもたらす。「群盲象を評す」では、何人かの盲人がそれが何であるかを知らされないまま、象の一部を触るよう言われた。それが何だと思うかとの問いに対し、鼻を触った者はティーポットだと答え、腹を触った者は壁のようだと思うと答えた。それぞれの盲人は一部しか理解せず、象を全体として把握することができなかった。

新興国社債の投資家は、ESGリスクを評価する際、どうすれば全体の一部だけを見ているわけではないことを確信できるのだろうか？

全体像を把握する：統合されたリサーチ

その答えは、新興国企業のESGリスクに関する全体像を把握するため、さまざまな異なる見解を集めて総合的に判断する調査方法を取り入れることにある。そうした手法では、数多くの視点に基づくデータをできる限り多く取り込み、体系的な分析を行う必要がある。

新興国社債のリスクを評価する上では、新興国のクレジット・アナリストが主導し、中心的な役割を果たす。しかし、「群盲象を評す」に出てくるような問題を克服するためには、できる限り練り込まれた見解を形成する必要がある。それは、さまざまな情報源からのデータや投資規律を取り入れることを意味する。また、クレジット・アナリストは、これらのデータを統合し、有意義な分析を行うため、主導的な役割を果たす必要がある。

3 "Rate the Raters 2020: Investor Survey and Interview Results," The Sustainability Institute (website), ERM Group, March 2020, <https://www.sustainability.com/thinking/rate-the-raters-2020/>.

新興国のESGに関する市場インデックスは リサーチの代わりにならない

新興国インデックスを含む多くのESGインデックスは、ESGスコアに応じてウェイトをつけられた企業で構成されている。理論的には、こうしたインデックスはESGリサーチの代わりとして使えるかもしれないが、投資家に影響を与えるデータに関しては結局同じようなソースを使っており、実際にはそれほど役立つしない。

中には、ESG格付機関の評価に基づいてウェイトを決めているケースもある。それらの格付けが企業のニュースや他の短期的なデータに左右される場合には、格付けがかなり不安定になりかねず、インデックスの振れが大きくなる可能性がある。

例えば、新興国債券のESGに関する最大のインデックスであるJPモルガンESG EMBI (JESG EMBI) に組み入れられる企業の基準の1つは、サステナリティクスから十分に高いESGスコアを付与されていることである。メキシコの国営石油会社ペメックスは2019年11月に、サステナリティクスによるESGスコアが基準を下回ったことを受けて同インデックスから除外されたが、12カ月後にスコアが回復したことで再び組み入れられた。このインデックスを追跡している投資家にとって、こうした変更は重大な意味を持つ。ペメックスはインデックスのウェイト上位25社の1つで、インデックス全体の約1.5%を占めているほか、準ソブリンとしてはウェイトが最も高くなっている。

残念ながら、ペメックスはインデックスに定着することができなかった。JESG EMBIは2021年3月に、ペメックスのESGスコアが低下したことを理由に再びインデックスから除外すると発表した。サステナリティクスは、ペメックスが最近起こした原油流出事故や労働災害を受けてスコアを引き下げた。

インデックスはグリーン・ボンドのウェイトも上乘せしているが、そうした発行体の多くがグリーンに分類されていることには同意できない。例えば、メキシコシティ・エアポート・トラストは、新国際空港向けの資金調達を目指す債券について、LED照明の採用や環境に配慮した細かな工夫などが評価され、グリーン評価を取得した。しかし、この発行体は以前からコーポレート・ガバナンス上の問題を抱えている上、政権交代で中断されたこのプロジェクトは湿地帯に建設される予定だった。

同様に、アラブ首長国連邦でショッピングモールの開発及び運営を手掛けるマジド・アル・フットタイム・グループは、再生可能エネルギーや持続可能な水管理に関するプロジェクトを支えるためグリーン・ボンドを発行した。しかし、砂漠に作られた屋内スキー場「Ski Dubai」をはじめとする同社の事業には、環境面で議論の余地があるプロジェクトが含まれている。

グリーン・ボンドや他のESG債に関する詳細な分析については、「[進化するESG債市場](#)」を参照していただきたい。

【図表2】 主要ESG格付け機関の比較

	MSCI	サステナリティクス
カバー範囲	新興国企業の大半だが、すべてではない	新興国企業の大半だが、すべてではない
格付けの目標	投資家がESGのリスクや機会を理解し、これらの要因をポートフォリオの構築及び運用プロセスに組み込む上で役立つよう設計されている	ESG要因によって企業の経済的価値がどの程度リスクにさらされているか、テクニカルな言葉を使えば、企業の管理されていないESGリスクの度合いを測定する
格付けの表現方法	AAA(低リスク)からCCC(高リスク)	0(低リスク)～50(高リスク)
格付けは絶対評価か 相対評価か	同業他社と比較した相対評価	全セクターで絶対評価(石油会社は金融機関に比べ常にリスクが高いと評価される)
スコアの参照ポイント	影響度に基づく35のガバナンス・リスク及び業界特有の重要課題と、リスクや投資機会に関する時間軸	リスクを決定する4つのサブカテゴリー： 企業のエクスポージャー、管理可能なリスク、管理されたリスク、管理されていないリスク
スコアの決定要因	基本的な指標を総合的に判断	管理されていない主要リスク
スコアの全体的な相関係数		0.5未満
	個別企業の格付け事例：コテルコ*	
格付け	BBB(中間的なリスク)	50のうち49(最大に近いリスク)
格付け担当者のコメント	ガバナンスは強力だが、環境に関する要因の弱さで相殺されている	コテルコは高リスクの業界に属しており、鉱山会社の平均よりもリスクが高い。それに加え、同社の経営陣はリスクのごく一部を軽減しているにすぎない

*チリの国営銅鉱山会社
2021年3月31日現在
出所：MSCI、サステナリティクス、AB

5ページの図表3は、グローバルな資産運用会社が、地域的にも資産的にも奥深く広範なリサーチ能力を持っている場合に、この方法が実際にどのように機能しうるかを示している。

新興国のクレジット・アナリストは、できる限り包括的で正確なデータセットを作成することを目的に、新興国のソブリン・アナリスト、先進国のクレジット・アナリスト、株式アナリスト、責任投資チーム、及び外部のスペシャリストと協力して情報や知識をまとめ上げている。

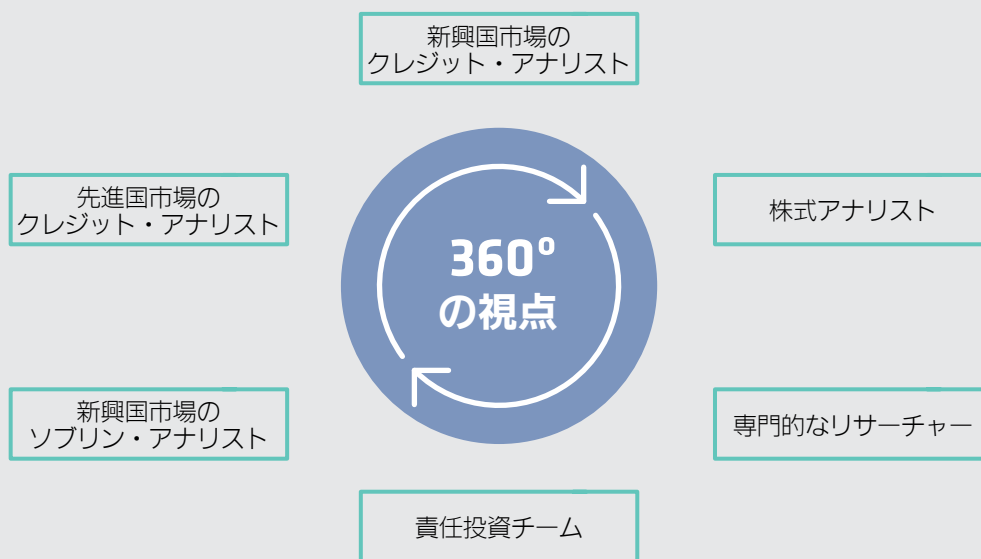
しかし、それはほんの始まりに過ぎない。それぞれの協力者は、自分たちの方法でプロセスに付加価値をもたらしている。例えば、新興国のソブリン・アナリストは国家に関する専門家で、各国の政治、政策、規制動向に関する彼らの知識は、投資の有用な指針となる各国のベンチマークの概要を構築するのに役立つ。同様に、先進国の

クレジット・アナリストはグローバルな業界の専門家として、新興国の企業やセクターをグローバルなESGのトレンドに照らして評価する基準を提供している。これら2つが一体となって、リサーチ・プロセスを体系化するのに貢献している。

株式アナリストはさらに異なる見解をもたらしている。クレジット・リサーチの最終的な目的は、企業の債務返済能力を判断することにある(そのため、企業のキャッシュフローに影響を与える要因に注目する傾向にある)。株式アナリストはそれに加えて企業の成長見通しにも注目し、将来を予測する上で重要な視点を提供する。例えば、彼らは企業が成長を促すために、または他の方法で差別化を図るために、ESGに関する取り組みをどのように利用しているかについて、とりわけ深い知識を持っている可能性がある。

【図表3】 全体像を把握する

新興国企業のESGリスクをリサーチする統合されたアプローチ



出所: AB

社内の責任投資チームは、そうした知識のニュアンスを探り、投資に与える影響を説明することによって、ESGに関する専門家の能力をリサーチ・プロセスに組み入れることができる。これは例えば、**ポートフォリオのカーボンフットプリントを把握**する上で役立つ可能性がある。このプロセスは、一見すると客観的なデータを集計する作業であるようにも思えるが、実際は驚くほど複雑な場合がある。

外部の専門家の中には、ESGのさまざまな側面に関する最先端の専門知識を有する学術機関が含まれているかもしれない。⁴ 投資業界の外部からもたらされるこうした専門能力は、ESGに関する投資リサーチの基本的な部分に関する前提条件を問い直すという意味で、重要な意味を持ちうる。投資プロフェッショナルと専門家

の協力は、投資リサーチの手法やポートフォリオの構築及び運用方法に関する新たな動きにつながる可能性もある。

新興国市場のクレジット・アナリストは、データの妥当性や、それに基づく解釈や判断の健全性を確保しなければならない。彼らは通常、環境や社会に関する問題など数多くの面で企業が直面する可能性のあるESG要因を検証してきた長い経験を持っている。彼らは競合他社、サプライヤー、規制当局からの情報を得て、それぞれの企業を取り巻くさまざまなリスク全体のつながりを認識及び理解している。

その結果、彼らはリサーチ・プロセスのさまざまな要素を実行可能な分析に統合し、投資に関する意思決定に反映させる役割を果たす上で最も適している。

ウェイトと評価基準： リサーチを機能させる

こうした強力でボトムアップ型のESGリサーチ手法は、リスクと投資機会の双方を把握する上で役立つ。

このことは、大きな影響を与える可能性があるため重要な意味を持つ。図表4は、たった1つのESGリスク（この場合はガバナンス）でも新興国企業に影響を与えることを示している。

アラブ首長国連邦に拠点を置く民間のヘルスケア・プロバイダーであるNMCヘルスの例は、ガバナンス・リスクが投資家にいかに悪影響を与えるかを物語っている。同社は借入額を40億米ドル過少に報告していた。ガバナンスの悪い問題が明るみに出たことで、同社は管財人の管理下に置かれ、社債保有者は80%の損失を被った。

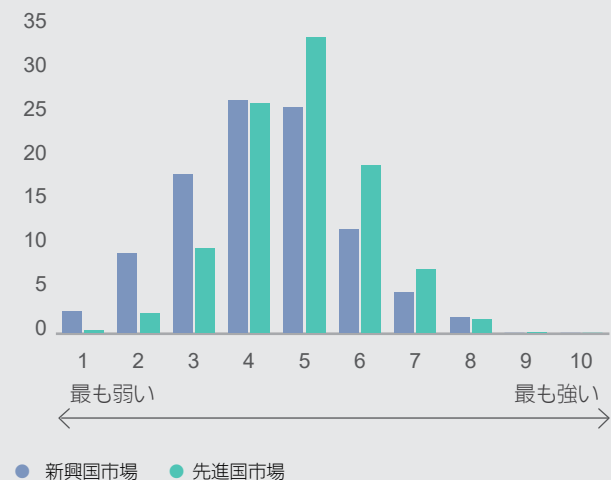
しかし、ESGリスクが好ましい効果を生む場合もある。例えば、企業が誠実にガバナンスの改善に取り組めば、投資家に大きな利益をもたらす可能性がある。ブラジル、ブルガリア、アフリカで事業を展開している英国の発電会社であるコントゥアグローバルは、株式を公開することでガバナンスや環境リスクのプロファイルを改善するとともに、石炭火力発電所を新設しないことを約束した。株式を公開すれば、投資家の監視の目にさらされ、透明性の基準が高まることになる。

これらの取り組みにより、同社では資金コストが低下した。例えば、同社が2014年に発行した5年債のクーポンは7%だったが、2020年には4%以下のクーポンで5年債を発行することができた。この調達金利の変化は、債券市場全体の利回り低下幅を大きく上回っている。債券の利回りは価格と逆方向に動くため、この期間に同社の債券に投資した投資家は、市場全体を上回る利益を得ることができた。

投資家にとっての課題は、これらの分析をポートフォリオ全体に取り入れることである。それぞれの証券へのエクスポージャーは、発行体固有のリスクばかりでなく、発行体の属する業界や事業地域に関するリスクも考慮し、適切なウェイトを決める必要がある。

【図表4】 新興国企業はガバナンスに関するスコアが低い

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

定量分析はそれを行う確立された手法となっており、新興国の社債に投資する投資家にとって、ESG要因を投資プロセスに完全に組み込むための強力なツールとなりうる。

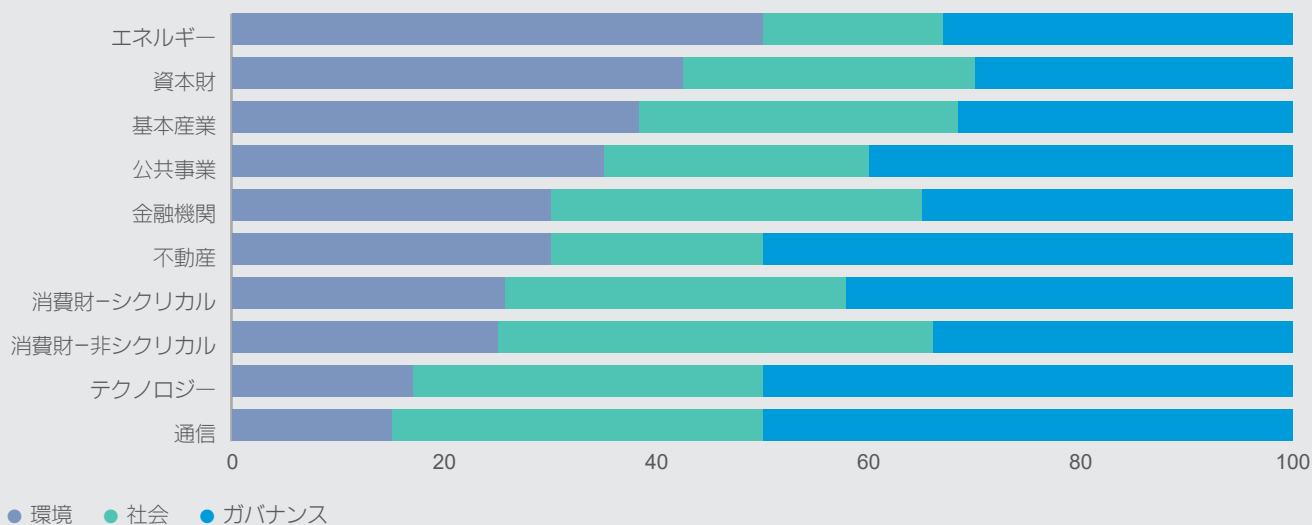
マネジャーはESGそれぞれの要因に対するセクターの感応度に基づいてそれぞれの業界のウェイトを決めることにより、グローバルな業界のESGリスクに彼らのファンダメンタル分析を体系的に取り込む必要がある。7ページの図表5は、ABがそれぞれのサブセクター（全部で30）に付与したESGのリスクウェイトを示している。次に、サブセクターのリスクウェイトがセクターのウェイトに反映されることになる。

この図表は一見すれば簡潔なものだが、その背後にあるデータや分析は奥が深い。例えば、エネルギー・セクターの環境リスクが最も高いのは意外なことではないかもしれないが、環境災害がもたらす巨大な社会的コストを考えれば、エネルギー・セクターの社会リスクに関するスコアがこれほど低いのは奇妙に見えるかもしれない。その理由は、エネルギー企業にとってガバナンス・リスクがそれ以上に重要だからである。エネルギー企業は、循環的に訪れる商品価格の低迷を乗り切る強力なバランスシートと、再生可能エネルギー源へのシフトを可能にする先見性のある資本配分戦略を必要としている。国家のESGリスクに関する分析は、ファンダメンタル分析と定量分析が連携して機能できることを示している。例えば、ファンダメンタル分析を手掛けるアナリストは、定

量的に算出されたその国のESGスコアを、スタンダード&プアーズやムーディーズ・インベスターズ・サービスなどの外部機関が付与したソブリン信用格付けと比較することができる(8ページの図表6参照)。

こうした比較は、注目すべき分野を示す上で役立つ。例えば、東アジアや中東の一部の国のように、ESGスコアが低い一方で信用格付けが高い場合、アナリストはその国のESGスコアを重視する必要がある。アナリストは、そうした国で登記または事業を行っている企業のESGリスクを評価する際に、この点を考慮している。特に、その企業が国際的なベストプラクティスに基づいてESGリスクを管理していない場合には、それが重要になる。

【図表5】 グローバルな業界のESGリスク概要
セクター別のESG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4月30日現在
出所: AB

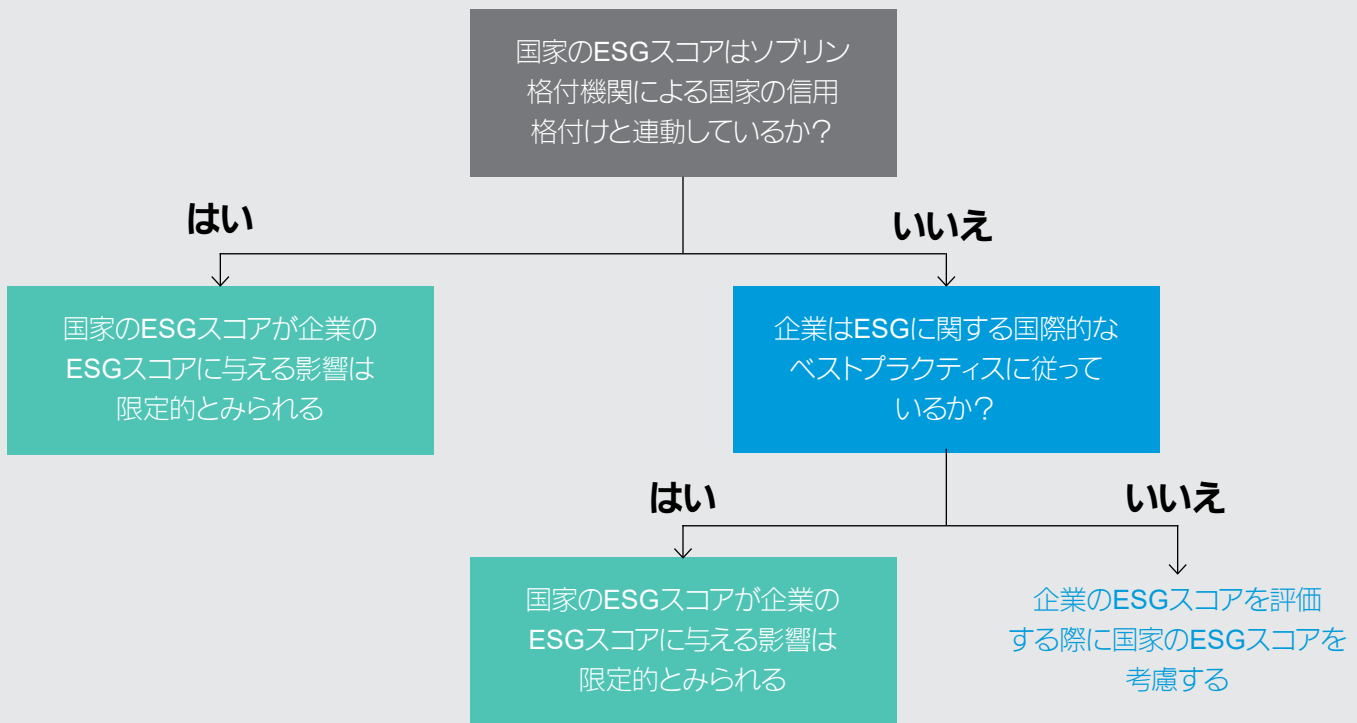
ESGの謎を解く

一部の投資家は強力なリサーチ手法や投資プロセスを利用しながらも、新興国社債が直面しているESGに関する課題の大きさを踏まえれば、リスクを取る価値があるかどうか依然として疑問に感じている。だがABの見解では、その価値はある。

金融市場の観点から見れば、この資産クラスはますます魅力的になっている。インデックスに占めるESGに比較的配慮したセクターの比率が高まりつつある一方で、石油・ガス会社など伝統的に環境負荷が高いビジネスを手掛ける企業の比率が低下している。それらの中には、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会社や、ヘルスケアや一部の電子商取引企業を含む消費関連企業が含まれている（9ページの図表7）。

【図表6】 企業のリスク分析において国家のESGスコアを考慮すべきケース

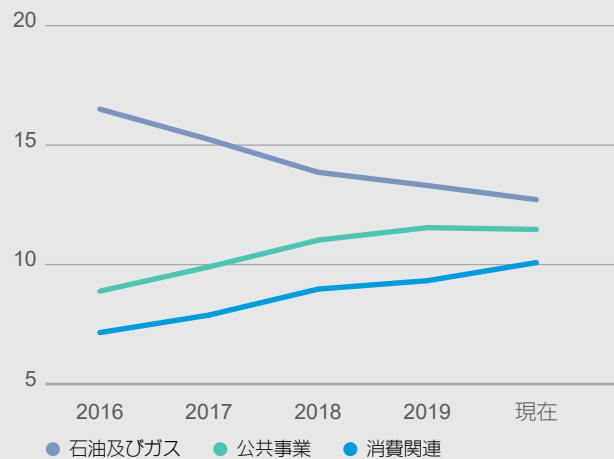
国家のESG評価をクレジット分析に取り入れる



出所: AB

【図表7】 新興国の社債市場は石油・ガス企業から分散しつつある

CEMBIの業界ウェイト (%)



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26日現在
出所: JPモルガン

経済的な観点から見ると、状況はもっと複雑だが、興味深いことに変わりはない。例えば、世界の二酸化炭素排出量の3分の2を新興国が排出しており、その比率が増えていることは事実である。しかし、国民一人当たりの排出量で見れば、先進国よりはるかに少ないことも間違いない。

ESGリスクを懸念する投資家にとって、これは課題にもなれば投資機会にもなる。投資家はどうすれば、新興国が資源集約度や化石燃料への依存度が低く、社会の発展や生活水準の向上を支える成長ペースをもたらす持続可能な開発モデルに移行するのを支援できるのだろうか？

ABでは、ESGを改善するため、企業や政府に積極的に働きかけていくことが、その解決策になると考えている。

ABの経験に基づけば、新興国の企業や政府はそうした取り組みを積極的に受け入れる可能性があり、その一部は企業活動や政府の政策を実際に変え、環境、企業の資金コスト、地域住民に幅広く恩恵をもたらした。

その理由は、新興国企業は先進国の企業に比べて代替となる資金源が比較的少なく、投資家の声に耳を傾ける傾向があるからである。新興国の大企業には株式公開をしていない企業が多く、機関投資家が株式を保有しているケースが少ないため、債券投資家はとりわけ大きな発言力を持つことができるかもしれない。言い換えれば、債券保有者は、企業のESG慣行をチェックする主要な役割を担っている。

チリ政府が株式の100%を保有する世界最大の銅生産会社であるコデルコにとって、債券投資家との対話は、より持続可能な路線への転換を後押しする形となった。コデルコの動きは、環境面と社会面の相反する目標をもたらす難しい問題を映し出している。コデルコが採掘する銅は世界経済が脱炭素化を進める上で重要な役割を果たしているが、同社は地域社会や環境に悪影響を与えてきた歴史を持つ業界に属する大量のエネルギー消費企業でもある。

コデルコの社会的特性を維持しつつ、環境への悪影響を減らすため、債券投資家は、**国連の持続可能な開発目標**に沿って、2030年までに炭素排出量を70%、水の使用量を60%削減するという同社の約束を支える役割を果たした。

ブラジル最大の林業会社であるスザノは、こうした対話がいかに効果的でありうるかを示すもう1つの例である。同社は、2019年にブラジル政府が環境保護措置を緩めたことを受けたアマゾン熱帯雨林の破壊による恩恵を受けているように見えたことから、各国のメディアから批判されていた。

スザノは投資家との対話の後、伐採しているのは自ら植えた木だけであることや（原生林では伐採していないこと）、自社の土地の40%は植林のため保全していることを公に表明した。また、スザノは電力を完全に自給しているほか、二酸化炭素の排出量は林業会社の中で最も少なく、生産されるパルプ1トン当たり0.2と、次に少ない同業他社の0.3近くを大幅に下回っている（図表8）。

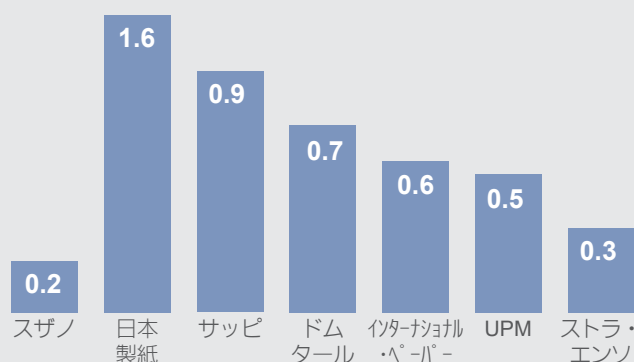
同社は投資家との対話を受けて、2020年にクーポン3.75%のサステナビリティ・リンク債を発行した。2025年までにその数値を0.19まで削減できなければクーポンは4.0%に引き上げられる。

投資家との対話が大きな成果を生んだ他の分野としては、チリやイスラエルの電力セクターが石炭から再生可能エネルギーに転換するのを後押ししていることが挙げられる。

積極的な対話は、2つの理由から投資家にとって強力なツールとなる。投資家はそれによってESGリスクに直接影響を与えることが可能になり、保有する新興国社債のリスク・リターン・バランスを改善できる可能性がある。さらに、投資家は企業や政府にESG慣行を改善するよう説得することで、世界をより良い方向に変える素晴らしい機会を手にすることができる。

【図表8】 スザノは業界の排出量削減をリード

生産するパルプや紙1トン当たりのCO2排出量



2020年12月31日現在

出所：低炭素経済推進イニシアチブ (TPI: Transition Pathway Initiative)

ウィン・ウィンの提案

新興国の社債市場は投資家に魅力的な投資機会をもたらしている。その規模や歴史的に高いパフォーマンスに照らせば、投資家にとって無視できない市場となっているが、特にESGリスクの観点から見ればかなり大きな問題も抱えている。だが幸いなことに、ゴールドアスの結び目の物語のように、こうした問題は克服することができる。

そのためには、まず、包括的で正確かつ多面的なデータに基づく強力なリサーチ手法が必要となる。それは、新興国の社債だけでなく、新興国のソブリン債、先進国の社債や株式など、異なる投資分野のリサーチアナリストを結集することで手に入れることができる。多くのESGリスクが独自の性質を持っていることを踏まえれば、リサーチには社内の責任投資専門家だけでなく、気候変動に関する学界の専門家など、投資業界以外の知識も活用する必要がある。

次に、マネジャーは定量分析を用いてリサーチで得られた分析を投資プロセスに統合し、ESGや他のリスクに応じてポートフォリオにおける債券エクスポージャーの適切なウェイトを決める必要がある。このプロセスでは定量ツールによる標準化と体系化が不可欠であるが、最終的な投資に関する決定は、ファンダメンタル分析の結果に照らして調整される可能性がある。

最後に、投資家は企業行動や政府の政策における最良のESG慣行を促進するため、新興国債券の発行体である企業や政府と積極的に対話する姿勢を示すべきである。こうしたエンゲージメントは、いずれ保有債券のリスク・リターン・バランスだけでなく、実際の世界におけるさまざまなESGに関する課題を改善することにつながる可能性がある。

債券投資家は、責任投資に関する明確な目的を重視しているかどうかにかかわらず、こうしたウィン・ウィンの提案にメリットを見出すことになるだろう。

当資料は、2021年6月現在の情報を基にAB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。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。アライアンス・バーンスタイン及びABには、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。

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。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。上記の個別の銘柄・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

