

マテリアリティに基づくESG分析は、引き続き重要



2025年5月28日


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

責任投資ポートフォリオ・ソリューション&リサーチ ディレクター


ジョン・フワン

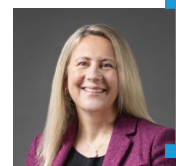
アライアンス・バーンスタイン・エル・ピー

債券運用 責任投資 データ/テクノロジーディレクター


エリン・ビグリー

アライアンス・バーンスタイン・エル・ピー

チーフ・レスポンシビリティ・オフィサー



ESG要因のマテリアリティ(重要性)はセクターや市場によって異なっており、そのメカニズムを理解することが重要だ。

環境・社会・ガバナンス(ESG)要因は証券リターンの向上にも、あるいは低下にも寄与するため、アクティブ投資家にとってESG要因を銘柄選択に組み込むことは理にかなっている。しかし、投資先のセクターや市場によってESG要因のマテリアリティは大きく異なる。アライアンス・バーンスタイン(以下、「AB」)は、このダイナミクスを理解することが、ESGリスクと機会をポートフォリオ構築にうまく組み込む鍵だと考えている。

多くの投資家にとって、債券投資であれ株式投資であれ、ESG要因を戦略に組み込むプロセスは、各要因と

個々の産業への財務的影響の相関関係を探ることから始まる。例えば、基本的なレベルでは、温室効果ガスの排出は鉱業会社や電力会社にとって特にリスクであり、顧客のプライバシーはヘルスケア・セクターにとって重要な懸念事項であることがわかる。

これは良い出発点ではあるが、必ずしも完全な視点ではない。ポートフォリオのパフォーマンスにおけるESG要因のマテリアリティを完全に評価するには、より深い分析が必要だと考えている。投資家は、特定の要因が特定のセクターや市場の投資リターンにどのような影響を与えるかを理解する必要がある。

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、2025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・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。当資料で使用す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ABI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要因のインパクトはさまざま

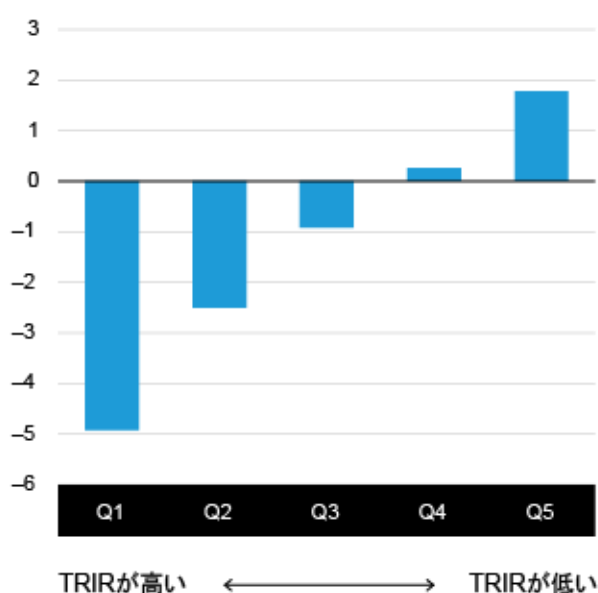
過去のリターンに基づく要因分析により、セクターや投資対象全体、株式や債券など、過去に ESG 要因が投資リターンにどのように貢献したかが明らかになる。

ABは、セクターを問わず、市場におけるすべての企業にとって財務的に重要なESG要因がいくつかあることを観察してきた。例えば、MSCI ACWI(オール・カント

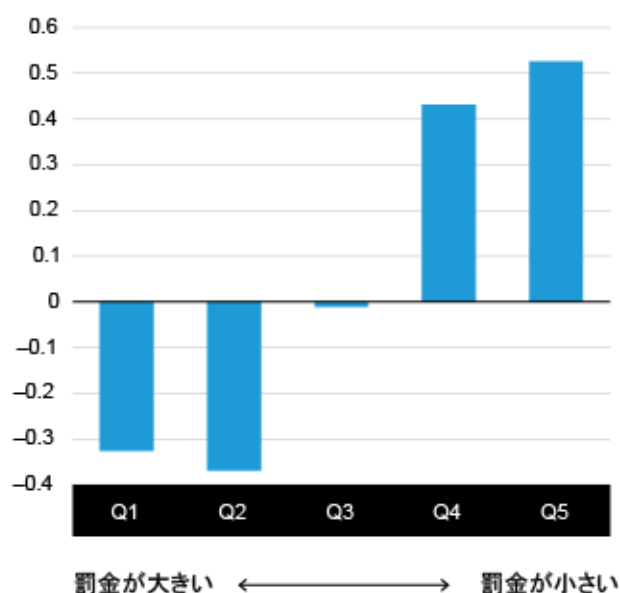
リー・ワールド・インデックス)の構成銘柄を、総記録可能労働災害率(TRIR)、つまり職場における負傷または疾病の件数に基づいて五分位に分け、14年間のリターンを親指数と比較した(図表1左図)。その結果、TRIRの高い銘柄群は一貫して市場をアンダーパフォームし、TRIRの低い銘柄群は一貫して市場をアウトパフォームしていることがわかった。

【図表1】 一部のESG要因は市場全体に影響を及ぼす

労働災害率は株価リターンと負の相関関係にある
TRIRとMSCI ACWIに対する年率リターンの比較:
2010-2024年(%)



社会的罰金は債券リターンと負の相関関係にある
ブルームバーグ世界総合債券市場の米国企業部分に
対する年間収益率の比: 2013-2024年(%)



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。

TRIR: 総記録可能労働災害率。罰金: 社会的罰金額を会社の収益で割ったもの。MSCI ACWI を均等ウェイトでTRIRまたは社会的罰金の大きさにより5つのグループに分け、Q1が最も高く、Q5が最も低いグループ。

2024年12月31日まで

出所: ブルームバーグ、グッド・ジョブズ・ファースト、MSCI、各社報告書、政府レポート、AB

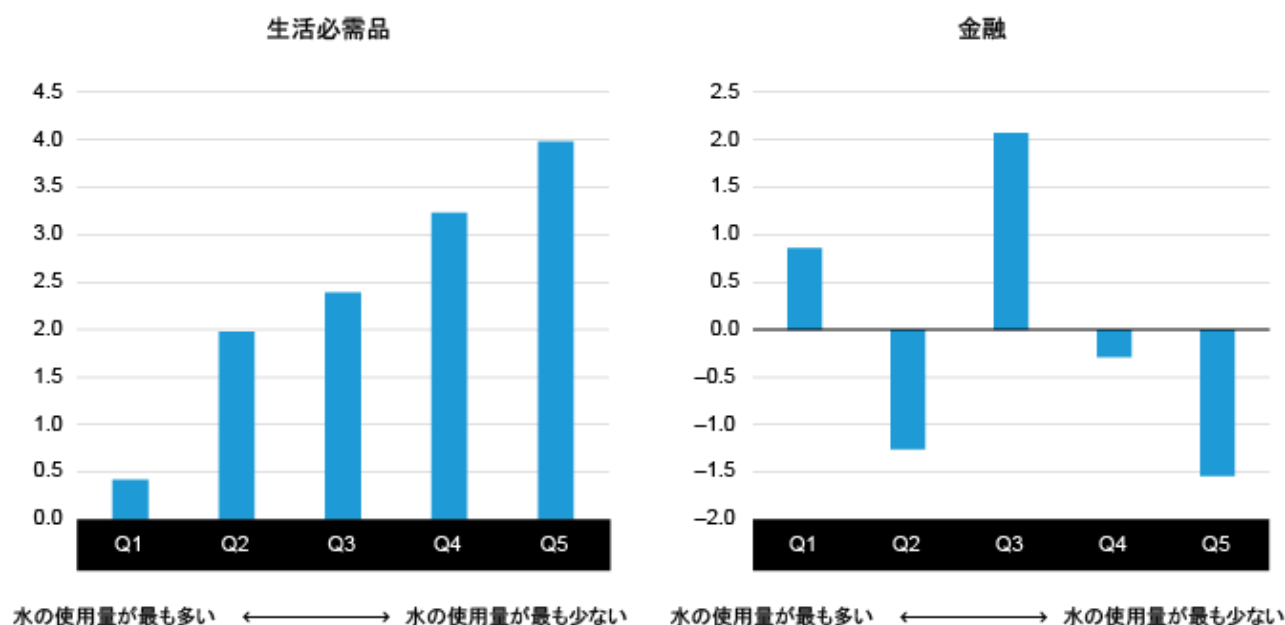
同様に、債券市場においては、「社会的罰金」が指数全体に影響を与える強力な要因となっている(図表1右図)。社会的罰金とは、職場の安全衛生や反競争的行為など、環境以外の理由で課される規制上の罰金だ。

投資先セクター全体に広く関連するその他のESG要因としては、CEOの在任期間や従業員の離職率などが挙げられる。ESG要因をポートフォリオに組み入れたい

投資家にとって、どの要因がインデックス全体に適用可能かを把握することは有益だとABは考える。

要因分析により、どのESG要因が特定のセクターに特に関連しているか、また、どのESG要因がこれまで財務上のマテリアリティを示さなかったかが明らかになる(次ページの図表2)。

【図表2】 要因の関連性はセクターによって異なる場合もある
水使用量の強度とMSCI ACWI に対する年間収益率(%)



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。
水使用量の原単位は、水の消費量(立方メートル)を米ドル建ての売上高で割った値。指数セクターを均等ウェイトで水使用量別に5つのグループに分け、第1グループ(Q1)は水使用量が最も多く、第5グループ(Q5)は最も少ない。2010年1月1日から2024年12月31日まで
出所:各社報告書、MSCI、AB

要因分析のもう一つの利点は、予想外、さらには直感に反する知見が得られる可能性があることだ。例えば、ESG情報開示が多い企業は、ESG活動の良し悪しに関わらず、開示が乏しい企業よりもおおむね優れたパフォーマンスを示すことが分かった。市場と比較して大

きな差異が見られなかったESG指標(CFOの在任期間やCEOと取締役会長の兼任など)においては、データを開示した企業は、開示しなかった企業を平均的に上回った。

ファンダメンタルズ分析により、要因分析からの洞察を強化する

一方で、要因分析はあくまでもファンダメンタルズ分析を補完するものであるべきとABは考える。

ESG要因がパフォーマンスに与える影響を理解することは、企業の経営状態に関するより広範な分析を行う中で最も価値を発揮する。例えば、ファンダメンタルズ分析においては、高いTRIRが労働時間の損失を通じて直接的に生産性に影響を与えること、そして従業員が安全だと感じられないことでモチベーションが低下し、カルチャーをも損なうことで間接的に生産性に影響を与えることが示される。また、要因分析では長期にわたるデータの活用が最も効果を発揮する一方で、こうし

たデータが常に欠損なく入手可能とは限らないため、ここでもファンダメンタルズ分析が重要となる。

さらに、ファンダメンタルズ分析は、特定のセクターに適したESG要因を特定し、活用するアプローチ(以前の記事『[クレジット分析におけるESGデータ活用 ～システマティックなアプローチで、急拡大するデータを取り入れる～](#)』ご参照)とも親和性が高い。これは多くのサードパーティESGデータベースで広く用いられているアプローチとはやや異なり、例えば、自動車メーカーの場合は1ガロン当たりの走行距離、航空会社の場合は旅客マイル当たりの走行距離、建材メーカーの場合はセメント生産量1トン当たりの排出量といった単位で炭素排出量を測定することが考えられる。

また、多くのESG要因の背景にあるニュアンスを解明することも可能だ。例えば鉱業セクターの場合、ファンダメンタルズ分析は、水と有害物質管理という広義に定義

された要因の中でも、鉱滓ダムのリスクに焦点を当てることができる(図表3)。

【図表3】 深く複雑な洞察を、迅速かつ効率的に捕捉
ESGファクターマップの例

	 生活必需品	 金融	 鉱業
TRIR	高	中	高
社会的罰金	高	高	高
水使用量の強度	高	低	高
鉱滓ダムの評価	低	低	高

例示のみを目的としています。
2025年4月30日現在
出所:AB

ESGマテリアリティ・マトリックスの小さな例が示すように、これらの洞察をシンプルにマッピングすること自体は簡単だ。しかし、こうしたマッピングは、その背後にある情報の質、つまり、投資先のセクターや業界、市場全体においてESG要因が財務的にどのような影響を与えるのか正確に理解することで力を発揮する。

ESGマテリアリティを証券リサーチおよびポートフォリオ構築に組み込むことで、投資家はアウトパフォームの可能性を大幅に高めることができるし、その重要性は変化していないとABは考える。

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。