

債券における ESG 投資について

目次

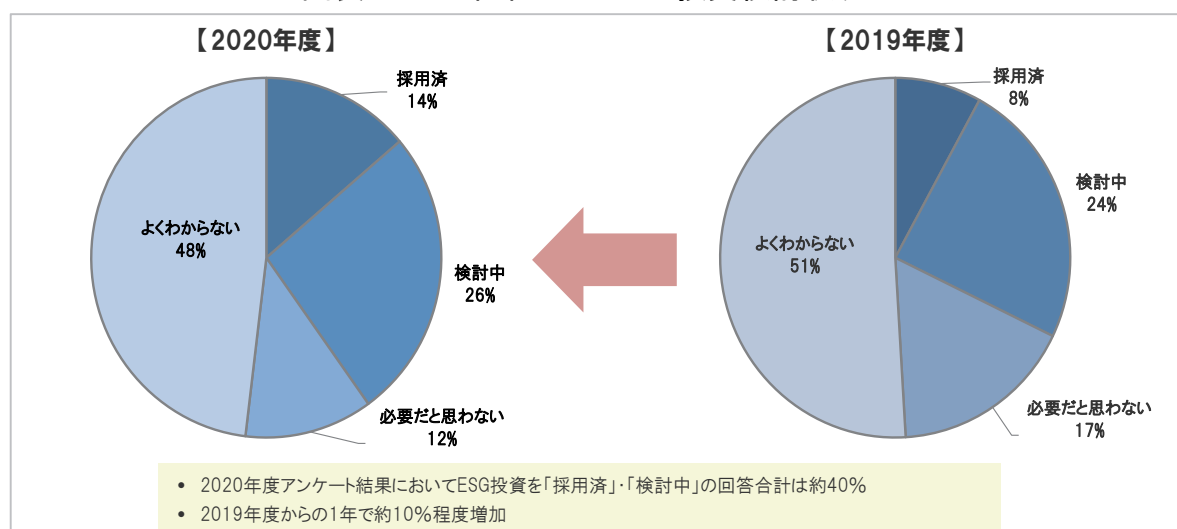
- I. はじめに
- II. 債券における ESG 投資の概要
- III. ESG 考慮により期待される効果
- IV. 債券 ESG 投資における取組み事例
- V. 終わりに

運用商品開発部 プロダクト運用第1課 シニアプロダクトマネージャー 城尾 幸志
 プロダクトマネージャー 大沼 貴幸

I. はじめに

2015年に国際連合が採択した「持続可能な開発目標」(英語で Sustainable Development Goals、以下「SDGs」という言葉についてご存じの方も多いただろう。SDGsで規定された“2030年までに達成すべき17の目標”への対応のため、官民を挙げた取組みの強化が期待されているところだが、同時に資産運用の世界でもSDGs達成のための手段として、あるいは新たな資金調達手段として、ESGへの関心・ニーズが高まっており、企業年金や機関投資家がESG投資を検討するケースが増加している(図表1)。ただし一言でESG投資といっても、伝統的資産のなかで比較的早期にESG投資の考え方が取り入れられた株式に対し、債券におけるESG投資は手法や効果も発展途上であり、投資家によっても捉え方は様々な印象である。本稿では債券におけるESG投資の概要や期待される効果についての考察、およびESGを考慮した債券運用の具体的な活用事例の紹介を通じ、その意義や将来性を検討する。

図表1 企業年金の ESG 投資検討状況



(出所) 企業年金への年次アンケート調査結果より三菱UFJ信託銀行作成。

II. 債券における ESG 投資の概要

ESG とは環境(Environment)・社会(Social)・ガバナンス(Governance)の3要素の総称である。ESG 投資はこれら3要素に基づくリスク特性を適切に評価し、それを投資判断に利用する取組みであり、環境問題や、経済のグローバル化・複雑化に伴うSDGsへの関心の高まり等を背景に、投資の観点においても非常に注目を集めている。

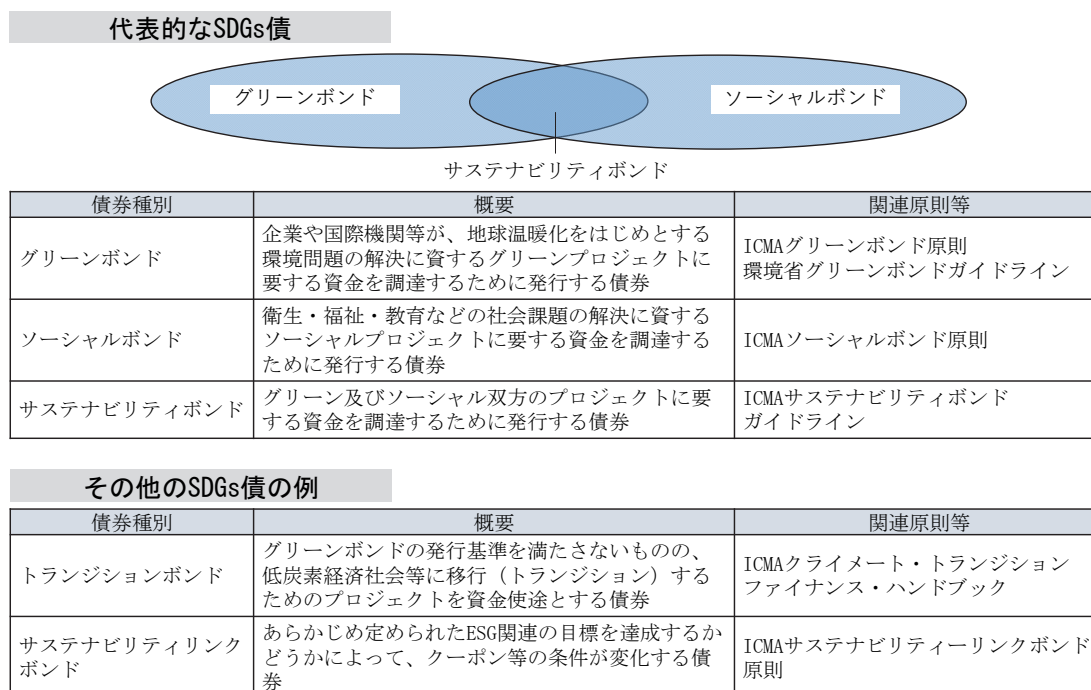
まず前提として、債券における ESG 投資への取組みは大きく2つに分けられる。一つはグリーンボンドやサステナビリティボンドといった、ある特定の目的に資金使途が限定された資金調達方法(以下、本稿ではSDGs債¹と呼称)への投資を通じ、ESGへの貢献を行っていくことである。もう一つは資産運用会社が一定の基準のもと、ESGを考慮した債券への投資を実施する手法(以下、債券ESG投資)である。後者のケースでは必ずしもSDGs債のみが投資対象となるわけではなく、通常の債券なども投資基準によっては投資対象となる。まずはこの2つの特徴について順番に解説していく。

1. SDGs債

(1) SDGs債の概要

SDGs債は大きく分けて、グリーンボンド、サステナビリティボンド、ソーシャルボンドといった名称に分類される。いくつかの代表的なSDGs債について以下に概要を紹介する。(図表2)SDGs債は通常の債券同様に事業会社や金融機関が発行するほか、事業自体がSDGsに貢献すると考えられる国際機関(世界銀行など)が発行することもある。

図表2 主なSDGs債の概要



(出所)日本証券業協会等より三菱UFJ信託銀行作成。

¹ 海外では総称として Sustainable bonds(サステナブル債)とも表現されるが、本稿では日本証券業協会が統一呼称として提唱した「SDGs債」の表現を使用する。

SDGs 債が通常の債券と異なる点は、大きく以下の2点である。

① 資金用途

資金の調達目的が環境・社会課題解決に特定されており、投資家から集められた投資資金は SDGs 達成に資する事業やプロジェクト等に供給される。

② 外部評価・モニタリングプロセスの存在

債券の発行・流通に関する課題に取り組む国際的な任意団体 ICMA²が定める各種原則に則り SDGs 債を発行する際、外部評価の取得および資金用途に関する定期的なレポートを実施することが推奨される。その際、資金用途が適正であるかどうかの追跡管理において、監査人や第三者機関の活用が望ましいとされる。

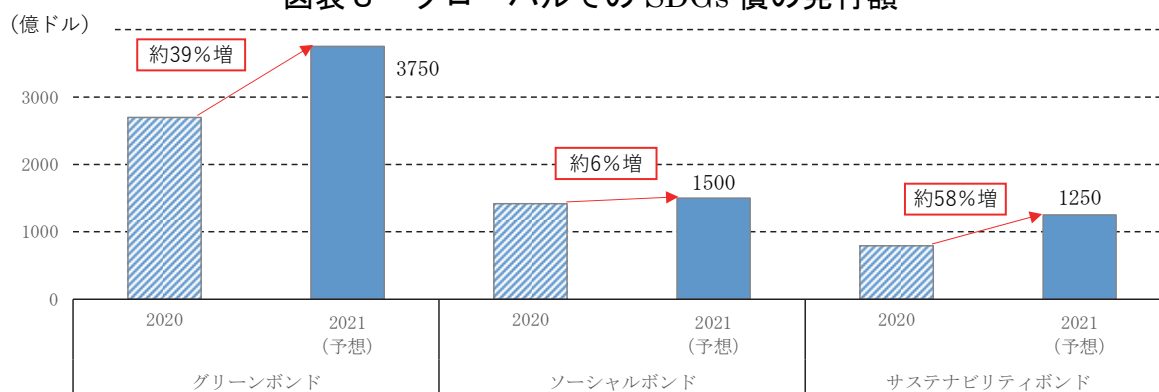
これらは、SDGs 債と通常の債券とを区別するうえで、言わば核というべきものであり、発行体によるレポート等の強いコミットメントを通じて、投資家が環境・社会面での効果を適切に把握できるように透明性を確保することが重要なポイントである。

(2) SDGs 債の普及と発行額推移

SDGs 債のなかで最も発行額が大きいのはグリーンボンドであるが、その先駆けとなったのは 2007 年に欧州投資銀行が発行した「Climate Awareness Bond」とされる。その後世界銀行が 2008 年に初めて「グリーンボンド」の名称で発行を開始して以来、発行主体は欧州政府系機関・国際機関のみならず民間および欧州域外へと拡がりを見せている。また、ソーシャルボンドでは、2020 年に「コロナ債」が発行され話題となった。コロナ債では資金用途をワクチン開発のみならず、一時帰休者への賃金支払いのための資金調達などに拡大したことで発行者のニーズが増加し、発行量増加を後押ししたといわれている。

このように SDGs 債は様々な用途でその発行額を増加させてきた。格付機関ムーディーズの推計によれば、2021 年にグローバルで発行される見込みの SDGs 債発行額はおおよそ 6,500 億ドルとなっている。SDGs 債の債券全体に占める発行額の割合も、2020 年の約 5.5%から 2021 年には 8 - 10%程度に増加していく見込みであるという。

図表3 グローバルでの SDGs 債の発行額

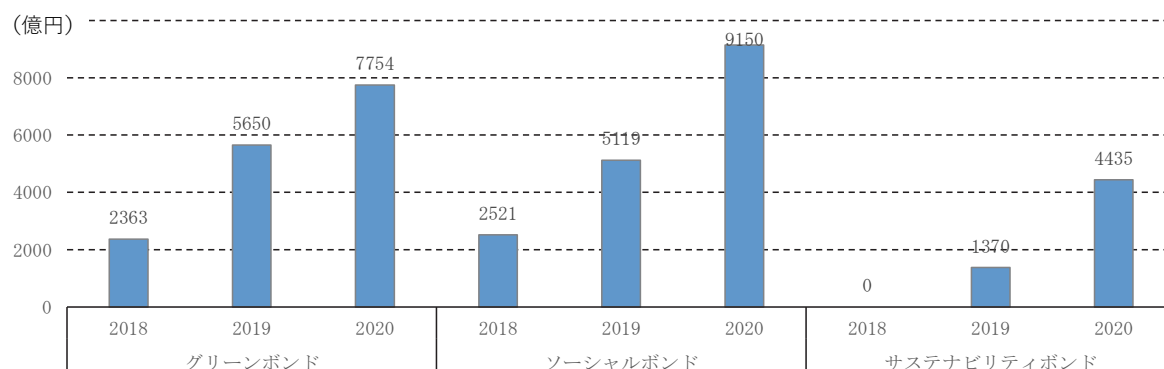


(出所) ムーディーズより三菱UFJ信託銀行作成(2021年2月時点)。

² 国際資本市場協会(International Capital Market Association)の略称。国際証券市場の良好な機能発揮を促進する目的で活動を行っており、約60カ国が参加。グリーンボンド原則、ソーシャルボンド原則、サステナビリティボンドガイドラインなど、SDGs債発行の基準となる各種原則を策定し、公開している。

なお、日本においてもSDGs債の発行数・額は、ともに増加の一途を辿っており、グローバルな潮流と同じくSDGs債への取組みが活発化していることが確認できる。

図表4 日本国内でのSDGs債の発行額



(出所) 日本証券業協会より三菱UFJ信託銀行作成。

(3) SDGs債の論点

さて、このように発行が増加しているSDGs債であるが、投資家にとって全く課題がないというわけではない。代表的な論点として、以下の2つを採り上げる。

① SDGsウォッシング問題

「グリーンウォッシング」という言葉が有名であるが、一般に、実態が無いにも関わらず、広告や曖昧な表現によるSDGs活動の報告などのイメージ戦略によって、ステークホルダーに対し当該企業がSDGsに貢献していると思わせるような企業行動を指す。SDGs債は「使途が限定」された債券であるため、投資家からすればSDGs債による資金調達を通じてでなければ解決できない環境・社会問題への積極的な資金活用を期待するわけであるが、一方でその活動に実態が伴っているかどうかを正確に把握することは容易ではない。発行基準としてICMAが各種ガイドラインを策定しているものの、準拠は“任意”となっており、SDGs債がすべからくこれに準拠して発行されているわけではない。

② 経済的リターンの観点

発行体にとっては、SDGs債の発行にあたり第三者機関の評価取得や継続的なレポートリングなど手間や費用が発生する。またそれらのコストが価格に転嫁されるとすれば、投資家にとってはSDGs債への投資が純粋にリターンの観点から望ましいものであるかどうか、という点について必ずしも当てはまらないことがある。実際、最新の研究によれば、発行市場、セカンダリー市場どちらにおいても、グリーンボンドの利回りは同等の通常の債券に比べ、15~20bps低く設定されているということ

³ SDGs債はESG投資に積極的に取り組んでいる一部の機関投資家からの需要が根強いいため、発行利回りを通常より低く設定するといったケースがある。

であった⁴。つまり SDGs 債であることと、リターンが期待できることとは、切り分けて考える必要がある。

これらに加えていうならば、機関投資家をはじめとする個々の投資家にとって SDGs 債へ個別投資していくということは、ポートフォリオ運営の実務上、現実的でない場合も多い。そのため、次に投資家にとってより現実的かつプロアクティブな ESG 投資の考え方として、資産運用会社が一定の基準のもと、ESG を考慮した債券への投資を実施する手法について紹介する。

2. 債券 ESG 投資

先に述べたとおり、ESG 投資を実施するにあたって SDGs 債に全く論点がないというわけではない。また逆に SDGs 債という形態をとらずとも、実質的に社会・環境の良好な発展を促進していくことに寄与できるような債券が存在するという考え方もできる。たとえば環境・社会に貢献できる事業に取り組む企業の社債であれば、それは SDGs 債の名を冠していなくても実質的には投資を通じて社会・環境への影響力を発揮できる債券とみなせるのではないかと、といったものである。こういった考えのもと普及拡大しているのが債券 ESG 投資である。この際、債券の投資対象の確定にあたっては一定の基準を用いて投資を行うという考え方が一般的であり、一定の基準として示される代表的な投資手法は図表 5 に示すとおりである。

図表 5 代表的な ESG 投資の手法 (一部非債券における手法を含む)

	投資手法	概要
1	議決権行使・エンゲージメント	議決権行使や投資先企業との対話を通じて、ESG への取り組みを促すなど企業行動に影響を与える
2	ネガティブ・スクリーニング	武器製造やギャンブルなど ESG の観点から問題のある企業を投資対象から除外する
3	規範に基づくスクリーニング	国連グローバル・コンパクト等の国際的な ESG 基準を満たしていない企業を投資対象から除外する
4	ポジティブ・スクリーニング	同業種のなかで ESG 評価の高い企業のみを投資対象として組み入れる
5	ESG インテグレーション	ビジネスモデルや財務諸表の分析だけでなく、ESG 分析も投資の意思決定プロセスに組み込む
6	サステナビリティ・テーマ投資	気候変動・食料・農業・水資源・エネルギーなど、持続可能性に関する特定のテーマに投資する
7	インパクト投資	社会問題や環境問題の解決を目的として投資を行い、社会的成果と経済的リターンの両立を目指す

(出所) Global Sustainable Investment Alliance より三菱 UFJ 信託銀行作成。

⁴ [Drivers of green bond issuance and new evidence on the “greenium”]より。これはグリーンボンドの利回りを通常の債券と比較するにあたり、発行者構造(格付、セクター)、発行量、債券年限、満期までの期間などについて、類似した特性を持つ通常の債券とグリーンボンドのサンプルをマッチングすることでよりグリーンボンドのプレミアムを特定しようとした研究。

これら7つの投資手法について、それを具体化するための手段としては、(1)ESG 格付機関の ESG 格付を活用するケース、(2)資産運用会社独自の基準で実施するケース、の2つのアプローチが考えられる。

(1) ESG 格付機関の ESG 格付を活用するケース

通常、債券投資においては S&P や Moody's といった第三者格付機関の「信用格付」が投資判断材料として重視される。信用格付とは、発行体の信用リスクが考慮されたものであり、格付の根拠となるのは財務状況や将来の債務返済能力に影響を与える経営状況・事業状況である。ESG 要素については信用リスクに影響を与えるかどうかという観点で考慮がなされる。

一方、「ESG 格付」は財務状況等にかかわらず ESG 要素のみを判断材料として実施するものであり、業種による差異の調整等を通して、多様な企業を同じ尺度で点数付けすることができる点で有意といえる。基本的には ESG 格付の高い企業が ESG に関する評価が高い企業ということになるが、現在までのところ ESG 格付の共通基準は存在せず、様々な ESG 格付機関が独自の評価メソッドや分析ツールを使って格付評価を付し、格付結果を提供・販売している。代表的な ESG 格付機関としては、サステナリティクス、MSCI、S&P グローバル、CDP などがある。ESG 格付の投資への活用方法としては、例えば ESG 格付が高い発行体のみを投資対象としてポートフォリオを構成するポジティブ・スクリーニングなどへの採り入れが考えられる。

(2) 資産運用会社独自の基準で実施するケース

ESG 格付機関の格付は、画一的な評価基軸をもとに実施するケースが一般的であり、その結果例えば MSCI では 8,500 社以上に対し ESG 格付を付与している。一方で、画一的な評価の弱点として個別企業の固有事情への配慮ができないといった点が挙げられる。これを改善して、より個別の企業について ESG 要素の深い分析を投資判断に活用するために、資産運用会社が独自の評価基準を設けることがある。これについては、本稿第IV章で代表的な ESG 運用会社であるロベコ社を採り上げて具体的な取組み例を紹介する。

3. 債券 ESG 投資と株式 ESG 投資の違い

上記では一般的な ESG 投資の体系について述べたが、いずれも株式における ESG 投資(以下、株式 ESG 投資)であっても通じる手法である。投資手法あるいは ESG 投資の実現手段という観点からは、債券・株式ともに金融市場を通じた資金調達手法であることに違いはない。そのためアプローチについても基本的には同様の手法が適用されることは合理的である。

ただし、債券と株式では金融市場における役割が異なることから、ESG に対するアプローチの角度が異なってくるといえる。これらの共通点・相違点について概説すると下記のとおりである。なお下記は一般論であり、発行される証券の種類によっては必ずしもこの区分けに当てはまらない場合もある。また債券については株式との比較を容易とするため、社債を念頭において記載する。

共通点	ESG への貢献の観点
	社会・環境・ガバナンスの要素を投資に盛り込むことで、社会・環境・ガバナンスの観点でより高く評価できる銘柄への投資へと繋がる。
	ESG によるリスク管理の観点
	さまざまな ESG の課題が財務・経営上にも大きな影響を与えうるという考え方は、債券および株式に共通する。ただし、債券では額面 100 円の債券は満期時に 100 円で返ってくるようになるため価格のアップサイドという概念は限定的であり、企業のダウンサイドリスク管理がより重要となるのに対し、株式は企業業績によって 100 円の価値の株式が 50 円にも 200 円にもなり得るため、ダウンサイドのみを管理とするというよりはアップサイドとのバランスをとる考え方もある。
	エンゲージメント(企業との対話)
	エンゲージメントとは、投資家が投資先企業に対して行う建設的な「目的を持った対話」のことである。一般的にエンゲージメントは議決権行使(すなわち株式投資)とセットで考えられがちであるが、債券投資においても、特にアクティブ運用にとっては各企業がどれだけ ESG の視点で事業を実施していくかを確認する定性的な材料にもなることから、重要度の高い物指しである。

相違点	満期償還の有無
	債券には満期があるため、リファイナンス機会の存在が債券 ESG 投資の特徴であるといえる。企業が存続する限りにおいて継続的に資金調達を実施される前提に立てば、債券 ESG 投資の投資対象となるよう評価されていくための企業努力は、継続的な資金調達をより容易にすると考えられる。また同じ評価はセカンダリー市場においても適用されると考えると、セカンダリー市場での投資家からの人気プライマリー市場での引き合いにも影響を与えることで、よりサステナブルな企業のファイナンスをサポートするという見方もできる。
	議決権行使
	株式の場合、企業の所有者となり議決権行使の権利が与えられる。これは投資家が発行体に積極的に関与し企業価値を向上させる手段として、株式 ESG 投資の普及を後押ししてきた。

以上でみてきたように、債券 ESG 投資の特徴は2つである。すなわち、株式と同様にそのアセットクラスへの投資を通じて社会・環境の良好な発展を促進していくことに寄与できるという点と、株式とは形を変えた信用リスクの評価・管理の方法の一つであるという点である。特に債券 ESG 投資では後者に関し、債務の返済能力に影響を与えかねない持続可能性やガバナンスの問題について、ESG の観点から非定量的な分析を行っていくことがより重要といえる。これらの点について、次章でより詳しくみていく。

Ⅲ. ESG 考慮により期待される効果

ここからは債券投資において、ESG 要素を考慮することにより期待される効果に焦点をあてる。ESG とは一般に非財務情報ともいわれ、目に見えない、すなわち数字等で定量的に測りづらい点がしばしば指摘される。実際、“環境” “社会” “ガバナンス” について決算やバランスシートから読み取ることは難しく、それがゆえに ESG を考慮することによる効果も投資家・発行体ともに実感しづらいものとなる。そこで本章では ESG の考慮が債券投資においても重要な影響力を発揮する可能性について投資家サイド・発行体サイドから検討し、債券 ESG 投資の意義に関する理解を深めていきたい。

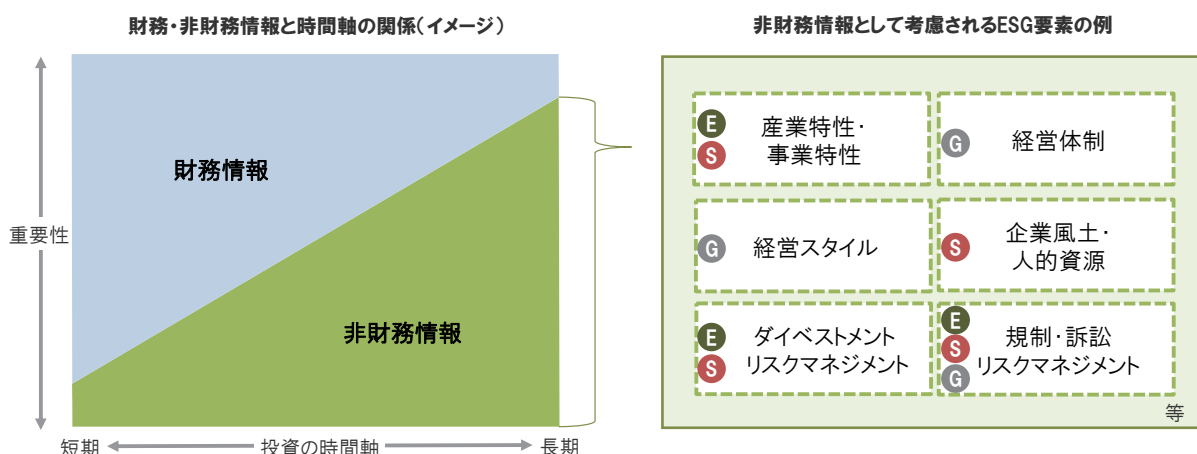
1. 投資家サイド：リターンへの貢献および社会・環境への貢献

一般に投資家にとって債券 ESG 投資を実施するモチベーションとなるのは、(1)リターン改善効果が期待できること、および(2)社会・環境への貢献が期待できること、の2点に大別できよう。

(1) リターンへの貢献

低金利を前提とした投資環境のなかで債券投資の期待リターンを維持していくためには、より大きなリスクを取ることが必要になる。リスクの取り方は様々だが、例えばクレジットスプレッド⁵をより幅広に取ることを企図した場合、クレジットリスクを如何にコントロールするか、という点が重要になる。満期時に額面金額で償還される債券運用の前提において、最大の脅威はデフォルト⁶といえることから「勝ち組を選択するよりも負け組を避けるべき」という考えに立った場合、財務情報だけでは捉えきれないクレジットリスクを把握するために ESG 要素の活用が期待される。

図表6 ESG 要素を含む非財務情報についてのイメージ



(出所) 三菱UFJ信託銀行作成。

⁵ 債券を発行する発行体の信用力による利回りの差。

⁶ デフォルト(債務不履行)とは、債券の発行者が破綻等で利払いや元本の支払いを停止することや、融資やプロジェクトファイナンスなどの返済が滞ることをいう。

具体的な活用方法として、財務情報・非財務情報の関係をイメージ図で表すと、図表6のとおりである。ESG要素を含む非財務情報には、現在は顕在化していないものの、将来の財務基盤に大きな影響を与え得るものが含まれる。財務情報は投資の時間軸が長くなるほど不確実性が高くなるため、ESG要素を含む非財務情報の考慮により、この不確実性を補う役割を担うことが期待される。

例えば図表6で掲げたようなESG要素を運用プロセスに組み込むことはESGインテグレーションといわれる。債券分析におけるESGインテグレーションはESG要素の分析を通じて将来的な財務基盤に影響し得る要素に着目することによって、債務返済能力の持続性に関する確信度の強化につなげ、信用格付に反映されていない下値余地の特定を図ることに活用されている。その意味では、ESG投資は債券投資家にとってリターン獲得のために考慮すべき重要な投資プロセスであるといえる。

また、もう一つ重要な観点として、債券ESG投資へのニーズ拡大がはらむリスクを無視することはできない。実際、欧州ではSDGsへの配慮が機関投資家としての責務になってきており、ダイベストメント⁷を投資家のポリシーとして採用しているケースも増えている。こういった「ESGの観点で問題のある企業を排除」する投資家や資産運用会社の増加により、単に投資トレンドとしてのESGブームを超えて、ESG要素そのものが考慮すべき価格変動リスクと捉えられる可能性がある。例えば、化石燃料に投資しないという投資制約を設ける投資家が増えれば、化石燃料を取扱う事業会社への投資ニーズが減少するということになる。投資家の減少は事業会社の資金調達コスト増加に繋がるとともに、債券取引における流動性の減少を伴いより大きなボラティリティリスクを内在している可能性があるということであり、過去の債券市場動向が将来の動向に全く同じように作用するとは限らない。この点は、信用格付だけでは判断できない不確定要素として、将来的なリターンに影響する可能性がある。

(2) 社会・環境への貢献

ESG要素を考慮することはESG投資の本質であるが、現在までのところ、投資において「社会・環境への貢献」をどこまで重視するかという重み付けは投資家によって意図の分かれるところであろう。資産運用のリスク・リターン目標を達成するためのプロセスとして考慮するのか、更にもその先の社会変革までを目指すのか、投資家のニーズは様々であり、それらに応じて多種多様な投資手法を用いた運用商品が資産運用会社より提供されている。前者の代表的な投資手法は前述したESGインテグレーションであるが、後者の代表例はインパクト投資である⁸。インパクト投資は「従来の経済的なリターンの獲得に加え、投資を通じて社会的課題の解決を目指す投資」と定義され、ESGへの貢献を目標のひとつとして設定してい

⁷ ダイベストメントとは投資資産を引き揚げる(回収する)ことを意味するが、ESG投資においては投資判断の際「ESG(環境、社会、企業統治)」の観点から石炭や石油などの化石燃料、武器やたばこなど環境や社会、健康に害を及ぼすとされる企業への投資を控える姿勢をいう。

⁸ インパクト投資についての詳細は、弊社の資産運用情報2019年5月号「インパクト投資 -現状とその可能性-」を参照されたい。https://www.tr.mufg.jp/houjin/jutaku/pdf/u201905_1.pdf

る。債券運用におけるSDGs債への投資は、インパクト投資の一つの実例といえる。前章で確認したように、SDGs債の需要の増加は、つまるところ社会・環境へ貢献するための資金需要の増加と捉えることができる。投資家としてその高まるニーズに応えることは、単に投資を通じた経済的リターンの獲得のみならず、より持続可能な社会の構築に向けた社会的リターンの獲得という観点から、貢献できる余地が大きいことを示唆している。

2. 発行体サイド：ESG資金需要の獲得

環境面での持続可能性に貢献する事業や、社会へのポジティブな成果を生む事業などに資金使途を絞った債券、SDGs債の発行が増加している。

同じ企業が発行したSDGs債と一般的な債券との間で比較した場合、金利などの発行条件に大きな差異はないケースが多いものの、債券市場でもESG投資需要が高まる中で、SDGs債への投資需要が強まっていることが背景にあるといえるだろう。一例ではあるが、英国の非営利団体クライメートボンド・イニシアティブが2020年9月に発行したレポートによれば、2020年1～6月に発行されたドル建てのグリーンボンドへの投資需要は平均で発行額の2.6倍と、通常の債券の2.3倍を上回った。ユーロ建てでは更にその開きは大きく、グリーンボンドへの投資家の需要は5.2倍と一般的な債券の3.1倍を上回ったという。

SDGs債は、一般的な債券とは異なり、外部の評価機関からSDGs債としての認証を取得した上で、発行体は調達目的とした事業の進捗、資金の使用状況などを毎年報告する必要がある。発行体にとっては、資金使途が限定されることや、認証や報告のコストがかかることで、コスト高となりうる点はデメリットであるが、一方で、ESGに関連する課題に対しての前向きな姿勢や、先進的な金融手法への取組みを投資家のみならず、ステークホルダー全体にアピールしつつ資金需要を獲得出来る点がメリットである。

サステナブル社会の実現に向けた社会的要請の機運も高まる中、SDGs債へ投資することにより、ESGに関連する課題に取り組む企業等への積極的な投資を通じて、ESGへの関与や支援のスタンスをアピール出来るなど、投資家サイドのメリットもありESG投資への関心、投資需要は急速に高まりつつある。(ESGへの取組みは必ずしも企業収益、財務に良い影響をもたらすとは限らないことから、異論もあるだろうが)発行体にとっては、こうした投資需要を取り込むことで、通常の起債よりも有利な条件での資金調達が可能になる局面もあるだろう。

3. 債券ESG投資を実施する意義

債券投資は、金利リスク、信用リスク、流動性リスクなど複数の要素に基づいて行われるほか、様々な種類の債券(国債、社債のほか、資産担保証券、仕組債など)があり、債券ESG投資を実施する意義もそれぞれのリスクや債券の種類によって異なる。また債券に関するESG投資の意義について定まった評価尺度はなお存在しているとは言い難い中、適切なアプローチを明示することは難しい。しかし、ESG要素に着目した分析を行うことで、ダウンサイドリスクを回避、低減出来る可能性があるほか、債券価格の上昇余地は、価格下落リスクと非対称で限定的であるものの、債券投資家として発行体に対してESG要素の改

善を求める取組み(エンゲージメント)によって、市場で織り込まれているダウンサイドリスクを低減、さらに限定的ながらアップサイドを狙う効果も期待出来る可能性がある。

図表7 債券投資における主な ESG 要素(社債の例)

	項目	主な注目点
環境(E)	気候変動	気候変動への変化への対応
	エネルギー資源・管理	効率的なエネルギー資源利用への対応
	大気汚染	大気汚染物質の排出抑制への対応
	温室効果ガス	温室効果ガスの排出抑制への対応
社会(S)	人権	基本的人権や平等への配慮の有無
	労使関係	優秀な従業員を惹きつけ、雇用を継続しうる制度への取組
	人口動態	人口動態の変化への対応
	製造物責任	製造物やサービスに対する責任の明確化の有無
ガバナンス(G)	統治	事業を行う中で守るべき規範や指針の策定および順守状況
	株主の権利	企業の経営に参加する権利を持つ株主との関係
	役員報酬	成功の評価基準、長期的パフォーマンスとの整合性
	透明性・情報開示	相談役・顧問制度の状況や政治献金等の開示

(出所) CFA Institute 資料より三菱 UFJ 信託銀行作成。

債券における特性、信用リスクと返済能力が非常に重要である点、価格下落のリスクと価格上昇の可能性について非対称である点に着目し、次章(第IV章)では、信用リスクと返済能力の分析が投資パフォーマンスに結びつくクレジット領域について価格下落、言い換えればダウンサイドを抑制する観点を主として債券 ESG 投資を実践する意義を考えてみたい。

IV. 債券 ESG 投資における取組み事例

1. 債券 ESG 投資戦略の有効性

ESG の投資方法については「II. 2. 債券 ESG 投資」の中で触れたが、債券投資における ESG 投資においてはどの手法が有効なのだろうか。

図表8 債券 ESG 投資戦略の有効性

ESG投資戦略/ 資産クラス	議決権行使・ エンゲージメント	ネガティブ・ スクリーニング	規範に基づく スクリーニング	ポジティブスクリーニング・ テーマ投資	ESGインテグレーション
(参考)株式	高	高	高	中～高	高
社債	低～中	中	中	中～高	高
ソブリン債	低	低	中	低	高

(出所) Blue Bay Asset management より三菱 UFJ 信託銀行作成。

投資判断に ESG 要素を考慮する投資のことを ESG 投資というが、特に債券 ESG 投資が経済的利益の目的に有効かどうかは、依然として議論が分かれるところであり、事例によって有効な戦略も異なることも考えられる。ここで、戦略全ての有効性について結論づけることは難しいが、Blue Bay Asset management の ESG アナリストである My-Linh Ngo 氏による研究の結果(図表8)はひとつの目安といえるだろう。例えば、議決権行使・エンゲージメントについて考えてみると、株式投資においては、議決権を保有することによりガ

バランスの改善余地のある企業に改善を要求し、株価上昇に資することは比較的イメージしやすいと思われるが、債券では議決権を有しておらず、資金の出し手として企業に同様の要求をすることは可能であっても、通常は償還期限をもって発行額面で償還することから、価格の上昇余地は限定的である。しかし上述のレポートの中で、ESG インテグレーション、つまり投資判断の際に従来用いられていた財務情報に加え、環境や社会問題への対応など ESG に関する取組みを非財務情報として組み合わせることで、総合的に企業を評価する手法が債券 ESG 投資戦略としての有効性が高いと評価している点は興味深い。

ここまでは債券投資における個別の ESG 投資戦略の有効性を採り上げたが、実際のファンド運営においては複数の ESG 投資手法を組み合わせることが多い。例えば ESG インテグレーションによる銘柄評価を行う前にスクリーニング(ネガティブ、ポジティブいずれもあり得る)を行い、投資対象を絞り込む場合がある。アセットオーナーや運用者の意図でタバコ企業や武器製造企業を投資対象から除外したうえで、ESG インテグレーションによる銘柄評価を行うケースである。この具体例として「ネガティブ・スクリーニング」に加えて、いずれも独自に創り上げた「SDG スクリーニング」、「ESG インテグレーション」を組み合わせた債券運用を実践しているオランダの資産運用会社ロベコ社(本社ロッテルダム)の事例を紹介したい。

2. ロベコ社の事例

ロベコ社は、1990 年代より、およそ四半世紀にわたる先進的な取組みにより、サステナブル投資に定評のある資産運用会社である。英 NPO のシェアアクションが 2020 年に実施した調査「資産運用会社の ESG への取組みが本物なのか」⁹では、世界 75 の資産運用会社のなかで評価首位を獲得しており、同社の ESG に対する取組みの本気度がうかがわれる。

そのロベコ社が運用する債券ファンドで、「ネガティブ・スクリーニング」に加え、いずれも独自に創り上げた「SDG スクリーニング」と「F(ファンダメンタル)スコア」という ESG インテグレーションを組み合わせた運用プロセスを採用しているファンドがある。

このファンドでは、まず、ネガティブ・スクリーニング(ロベコ社の ESG インテグレーションを実施している全ての運用戦略において適用される投資プロセス)を行う。具体的には除外リストに基づいて、タバコ企業や、武器の製造業者などを除外、またロベコ社が投資に不相応と判断した投資対象を除外していくプロセスである。投資不相応と判断する投資対象とは、具体的には SDGs に有害な活動を行う企業を発行体とする社債を指す。例えば、火力発電用石炭を事業として行う企業の企業収益のうち、石炭採掘による収益が、ロベコ社が定める閾値である 10%を上回ると、その企業が発行する社債は投資対象から除外される。

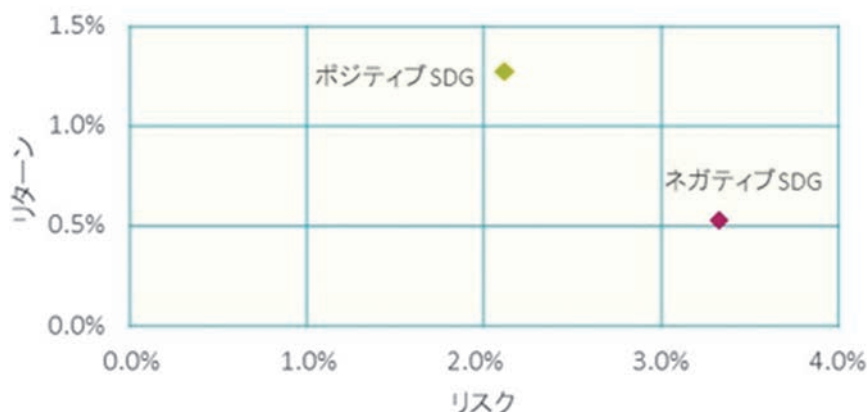
このネガティブ・スクリーニングで投資対象を絞り込んでから、次に行われるのが、SDG スクリーニングである。

⁹ 世界 75 の大手運用会社を対象として、「責任投資のガバナンス」「気候変動」「人権」「生物多様性」の 4 分野の質問票への回答をもとに 2019 年の取組みを評価、2020 年 3 月に結果を公表したもの。<https://shareaction.org/research-resources/point-of-no-returns/>

SDG スクリーニングとは、3段階のプロセスによって絶対評価でSDGsへの貢献を可視化するものである。具体的には、①企業が何を生産しているか、関連するSDGs達成に貢献するののかについて評価するプロセス、②企業が製品・サービスをどのように生産しているか、温室効果ガス排出削減など、環境への取組みを評価するプロセス、③贈収賄事件や環境汚染事故など、論争となりうる問題はあるか、論点が構造的なものか、一過性のものか、経営者が適切に対処しているかを判断するプロセスである。これら3つのプロセスを通じてSDGsへのインパクトを分析してスコア化(SDGスコア)を行う。SDGsの貢献期待度の高さに応じて「+3」から「-3」までの「ゼロ」を含む7段階で評価し、ゼロ以上となった発行体のみを投資対象としている。つまり、SDGsへの貢献期待度が低いと判断された企業が発行する社債は投資対象から除外されるのである。

ここで非常に興味深いのが、SDGsへの貢献を考慮に入れたSDGスコアの活用により、ダウンサイドリスクの抑制、リターンの安定化が期待出来ることである。下記に示すのが、ロベコ社が実証的に検証を行ったものである。

図表9 SDGスコアによるリスク・リターン特性比較

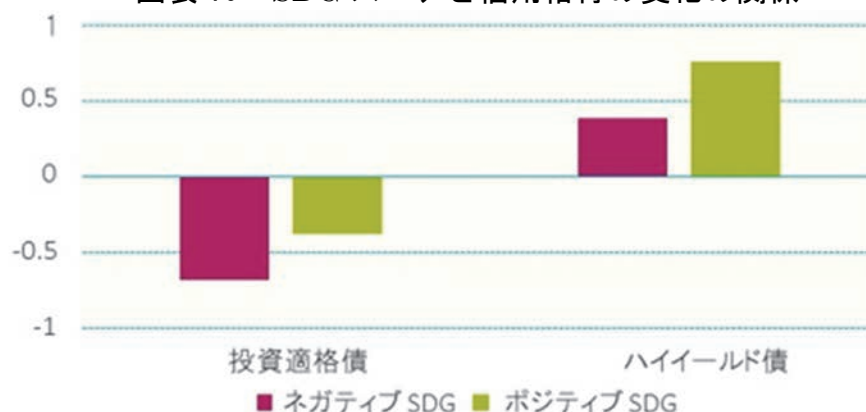


(出所) ロベコ社より三菱UFJ信託銀行作成。投資適格債について、ロベコ社の付与したSDGスコアがポジティブだった銘柄とネガティブだった銘柄のリスク・リターン特性を比較。計測期間：2019年3月末までの5年間。

図表9のデータからは、SDGスコアがポジティブな銘柄は、ネガティブな銘柄と比較して低リスク・高リターンとなる傾向があることが読み取れる。

また、図表10のデータで示す別の観点からは、格付が高い投資適格債では、SDGスコアがネガティブな銘柄は格下げされやすい傾向があり、格付が低いハイイールド債では、SDGスコアがポジティブな銘柄は格上げされやすい傾向があったことが読み取れる。

図表 10 SDG スコアと信用格付の変化の関係



(出所) ロベコ社より三菱 UFJ 信託銀行作成。投資適格債およびハイイールド債について、ロベコ社の付与した SDG スコアがポジティブだった銘柄とネガティブだった銘柄の信用格付変化率を比較。計測期間：2019 年 3 月末までの 5 年間。

つまりロベコ社の SDG スクリーニングは、SDGs への貢献に関する詳細な分析を行うことによって、債券 ESG 投資において期待される効果の一つであるダウンサイドリスクの抑制に加えて、特にハイイールド債では格上げによる価格上昇効果も期待出来ることを示唆している。

さらにロベコ社では「F(ファンダメンタル)スコア」という ESG インテグレーションを行う。これは従来の①財務情報に加え、②事業のポジショニング(企業の特徴、業界におけるポジションなど)、③企業戦略(経営戦略、リスクに対する考え方など)、④企業形態(株主構成など)を考慮、さらに⑤ESG での観点(財務への重大な影響を与えうるガバナンスの欠如などダウンサイドリスクに焦点を当てたもの)を加味することにより、最低評価の▲3から、最高評価の+3までの7段階のスコアをつけるものである。F(ファンダメンタル)スコアについては、スコアがポジティブであれば格付機関が付与する現在の信用格付よりも、ロベコ社がその企業のファンダメンタルに強気な見方をしていることを示している。そのうえで、対象となる発行体のクレジットスプレッド状況などを勘案し、投資可否の判断を行っている。

なお、ロベコ社によれば上記の①～④に加えて⑤の ESG での観点も加味することで、約 32%の銘柄について F(ファンダメンタル)スコアの引き下げが行われているということである(6割強の銘柄については変更なしと判断、引き上げとなったのはわずかに約4%)。この事実はいくまでロベコ社独自の考え方であるとはいえ、多くの企業の ESG への取組みが依然として十分でないことを示唆しており興味深い。

ご紹介したロベコ社の債券ファンドの例では、「ネガティブ・スクリーニング」、「SDG スクリーニング」と「F(ファンダメンタル)スコアによる ESG インテグレーション」を組み合わせた運用プロセスにより、投資対象企業を次々にふるいに掛け、さらにクレジットスプレッドの水準などを勘案した上で投資を行う。こうした方法はあくまで独自のもので、債券 ESG 投資における絶対的な答えではないかもしれない。しかし、クレジット投資領域での債券 ESG 投資の観点からは、投資銘柄について何重ものふるい(スクリーニング)を掛け、

さらに ESG インテグレーションを行うことで、特にダウンサイドリスク抑制に焦点を絞り込み投資を行うアプローチとなっており、一つの答えといえるのかもしれない。

3. 債券投資における ESG インテグレーション

ESG 投資が概念として浸透しつつある株式と比較した場合、債券投資における ESG への取組みは相対的に遅い。償還期日、担保、発行体など発行条件の複雑さ、議決行使権がない債券投資家によるエンゲージメントの効果は低位であると考えられることなどが要因であるが、最も大きな要因は、額面 100 円の債券は償還時には 100 円で償還するが故に、リターンアップサイドが限られること、価格変動要因の殆どが金利水準や格付によるものであり、ESG 要素の関与は限定的と考えられているためと思われる。また、ESG 要素が財務などにもたらす影響は既に格付に織り込まれているという考え方や、満期までの期間が短い短期債の場合には、ESG 要素は投資判断に影響しにくいという考え方もある。

しかしながら、長期投資の観点からはどうだろうか。例えば社債投資について考える時、ある企業の社債への長期投資においては、満期までの期間が短い債券で織り込まれているような比較的目に見えやすい財務情報などとは異なる、長期的な社会構成の変動や企業経営者によるガバナンスの巧拙などが重要な要素となりうるものが想起出来る。

そうした観点からは、債券の投資家にとって短期的な信用力の分析だけでなく、ESG 要素を含む長期的な視点での発行体の分析やエンゲージメントによる、発行体の経営陣との持続可能性に関する認識の共有なども投資における重要な要素であるといえるのではないだろうか。

ここで、ESG インテグレーションについて CFA Institute¹⁰と PRI¹¹が 2018 年に共同でまとめた調査「GUIDANCE AND CASE STUDIES FOR ESG INTEGRATION: EQUITIES AND FIXED INCOME」¹²より一事例を紹介したい。

Hermes Investment Management(以下 Hermes 社)、エンゲージメントのスペシャリストとして知られる資産運用会社の例である。

Hermes 社では債券投資を行うに際して、事業および財務リスクの分析に加えて ESG 要素も考慮する、すなわち ESG インテグレーションを行う。具体的にはエンゲージメントチームからもたらされる情報などを基にした同社独自の ESG スコア(QESG スコア)を活用、QESG スコアが示すインプライド・スプレッドと実際のスプレッドとを比較した上で投資を行っている。

調査事例では Petroleos Mexicanos (以下 Petroleos 社)のケースが採り上げられている。Petroleos 社では、過去に石油漏れ等の事故を幾度も起こすなど、労働者の安全性に関しての評点が産業の平均を下回っていた。こうした石油漏れなどは政府に対する罰金の支払いや操業停止などの処分により、生産低下をもたらす可能性があった。そこで ESG に焦点を

¹⁰ CFA 協会(米国に本部を置く証券アナリスト協会)

¹¹ PRI(Principles for Responsible Investment/国連から支援される責任投資原則を進める団体)

¹² <https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/survey/guidance-case-studies-esg-integration.ashx>

絞ったエンゲージメントを経営陣に行った結果、Petroleos 社が労働者の安全性の改善などのガバナンスや水の再使用など水資源利用の削減などについて改善を実施したため、Hermes 社では Petroleos 社の QESG スコアを引上げ、債券の追加投資を実施。その後 Petroleos 社の債券のクレジットスプレッドは、インデックスのスプレッドを大きく上回って縮小した、というものである。

紹介した事例は、あくまで一事例に過ぎないものの、まさに、ESG 要素を含む長期的な視点での発行体の分析やエンゲージメントによる、発行体の経営陣との持続可能性に関する認識の共有が結実したケースであるといえるだろう。

V. 終わりに

地球規模で進んでいるとみられる気候変動や人口増加、多様性の問題など、人類が多くの問題に直面する中で、SDGs への貢献に対する関心は近年とみに高まっている。しかし債券 ESG 投資については金融業界においてなお懐疑的に見る向きもあり、一様に受け入れられているわけではない。企業が ESG に取り組むメリットや、ESG 格付機関が付与する ESG 格付の信用性、また投資リターンとの関係が不明確であるなど、投資家としてそれにコミットするには困難な面もある。発行体側からの情報開示や投資家との対話ルール・仕組みの整備が十分ではなく、こうしたことが債券 ESG 投資の意義に対する疑義の声にも繋がっていることから、統一的な情報開示の基準などのルール作りも非常に重要であり、早急な整備が望まれる。

債券投資で ESG 要素の考慮が活発に議論され始めたのはここ十数年であり、まだ緒に付いたばかりである。しかし今後、これら地球規模での課題に対して投資で何が出来るのか、どう貢献出来るのかといった議論や、インパクト投資のように社会的利益と経済的利益の追求は本当に両立するのかといった実証的な研究がより活発になっていくことは間違いない。発行体にとっては、中長期的な ESG 要素の優劣、或いは取組みの濃淡によって、資金や人材を惹きつける力、ひいては企業の存続能力に差異が生じる状況も考えられる。つまり債券市場への投資を考える際に ESG 要素を検討することは、今後ますます重要になるといえる。本稿が、債券投資家の ESG 投資検討の一助となれば幸いである。

(2021年3月21日 記)

※本稿中で述べた意見、考察等は、筆者の個人的な見解であり、筆者が所属する組織の公式見解ではない

【参考文献】

- Caroline Harrison [2020] “Green Bond Pricing in the Primary Market January-June 2020”
- CFA Institute [2015] “ENVIRONMENTAL, SOCIAL, AND GOVERNANCE ISSUES IN INVESTING”
- CFA Institute [2018] “GUIDANCE AND CASE STUDIES FOR ESG INTEGRATION: EQUITIES AND FIXED INCOME”
- BlueBay Asset Management [2016] “Developing appropriate Environmental, Social & Governance (ESG) fixed income strategies—Part 2”
- Kristin Ulrike Löffler, Aleksandar Petreski, Andreas Stephan [2020] "Drivers of green bond issuance and new evidence on the “greenium”"
- 日本銀行金融市場局 [2020] ESG 投資を巡るわが国の機関投資家動向について

本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したのですが、その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱 UFJ 信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行：三菱UFJ信託銀行株式会社 アセットマネジメント事業部
東京都千代田区丸の内1丁目4番5号 Tel. 03-3212-1211（代表）