

2020年9月2日

横谷 宏史

ステート・ストリート・グローバル・
アドバイザーズ株式会社
運用部
マネージング・ディレクター

ESG債券投資の潮流

環境（E）、社会（S）、ガバナンス（G）に着目するESG投資は、金融主導の資本主義に対する新たな価値観として、特に近年気候変動への取り組みや持続可能な社会の構築に関心が高まる中、資産運用における大きなテーマとなっています。2006年に国連のPRI「責任投資原則」が提唱されたことを契機にESGを取り入れた投資が急速に広まり、パリ協定や持続可能な開発目標（SDGs）などを背景にその動きは加速しています。

この間、ESG投資は株式投資における議論が先行してきましたが、最近では債券運用におけるESG投資についても強い関心が寄せられるようになってきています。ESG債券投資の株式投資との違いを考える上では、**図表1**の4つのポイントが重要であると筆者は考えています。

1点目のペイオフ（満期と償還）は債券の構造的な特徴で、一般の債券は満期があるため、期中の価格変動を除けば、発行体のデフォルトが生じない限りは満期までのリターンが予測可能です。そのリターンは発行体の信用力を反映した金利水準によって決まるので、「より信用力の低い発行体が満期までデフォルトしなかったケース」のリターンがより大きくなります。株式投資ではより良い発行体が長期的により高いリターンをもたらすはずですが、債券の場合は満期があり必ずしもそうとはいえない側面があります。

（図表1） ESG投資においてポイントとなる債券と株式の違い

- ・ペイオフ（満期と償還）
- ・エンゲージメントの可能性
- ・国債の存在
- ・ESG債の存在

2点目のエンゲージメントとは、「中長期的な企業価値の向上に結びつくような投資家と経営者の対話」です。株式には議決権があることから、株主総会等で投資家が企業に対し、企業価値の向上やESGへの取り組みなどを促すことが可能です。一方で債券には議決権がなく、社債権者集会等はあるものの、株主のような企業の経営方針への関与は限定的です。

3点目、債券市場において中心的な位置を占める国債については、発行体が国家そのものであることから、ESGの観点での分析や投資判断にはなじみません。

以上の3点が債券投資においてESGが株式投資よりもなじみにくい背景として知られています。一方で4点目に挙げたESG債とは、いわゆるグリーンボンド、ソーシャルボンド、などといわれるもので、調達した資金用途がESG関連に限定された債券です。国際資本市場協会（ICMA）によって2014年にグリーンボンド原則、2017年にソーシャルボンド原則が制定され、これらの債券への投資を通じて、明確な目的やテーマを持ったESG投資がよりやり易くなりました。

図表2(P.2)はESGの運用手法の類型を表したものです。ESGインテグレーションは発行体をESGの尺度から評価して投資に反映させる手法ですが、社債のほか新興国などの国債投資において取り入れられています。ネガティブスクリーニングや国際規範スクリーニングは、発行体を一定の尺度で選別し排除する手法ですが、社債においては有効なもの、国債投資での実践は困難です。

ポジティブスクリーニングは、先に述べたとおり、債券投資においては必ずしもより良い発行体の債券が高いリターンをもたらすわけではないことから、その有効性は不透明といわれます。テーマ投資やインパクト投資は、先に挙げたESG債への投資によって実践することが可能です。エンゲージメントは先に述べたとおり、債券投資では限定的です。

(図表2) ESG運用手法の種類

ESG運用手法	内容
ESGインテグレーション	財務情報だけでなく、ESG情報も含めて評価し、投資対象を選定する手法
ネガティブ・スクリーニング	武器、たばこ、ギャンブル、化石燃料など特定の業界や、関連する企業などを投資対象から除外する手法
国際規範スクリーニング	環境や人権など、国際的な規範への対応が不十分な企業などを投資対象から除外する手法
ポジティブ・スクリーニング	ESG評価が相対的に高い業界や企業などに投資する手法
テーマ投資	クリーンエネルギーやグリーンテクノロジー、持続可能な農業など、持続性と特に関連のあるテーマ、資産に対して投資する手法
インパクト投資	投資社会的課題や環境問題の解決を狙った投資
エンゲージメント: (投資家行動)	エンゲージメント（対話）や議決権行使を通じて、企業などにESGの取り組みを促す手法

ESG債券投資は、株式投資以上にESGとリターンの関係性が曖昧であったことも、その拡大がなかなか進みにくい背景にありました。しかしながら最近では、必ずしも短中期的なリターンにこだわらない考え方が広がりつつあります。受託者責任を伴う年金投資家においても、「リターンを明確に損なうものでなければESGの考慮は受託者責任と矛盾しない」、あるいは「経済社会を持続可能なものにすることが長期的な資本市場のリターン向上に寄与することからESGの追求は長期投資家にとって受託者責任そのものである」といった考え方が一部提唱されています。金融機関等の機関投資家においても、「ESG投資により社会的リターンが期待できる」、「目的やテーマが明確なESG債券投資はIRやCSR活動に資する」といった考え方が浸透してきています。従来よりリターン志向が強い個人投資家においても、ESGに対する関心の高まりに加え、DCや積み立て投資といった長期投資にはESGの考え方がなじみやすいと言われてきています。

従来のような「ESG投資によってリターンが高まるのかどうか」と言う議論だけではなく、より多様な観点から、今後もESG債券投資への関心が高まっていくものと筆者は考えています。

ご留意事項

- ・本資料は、弊社の運用に関する見解や手法等をご紹介するために作成・提供されるものであり、特定の金融商品への投資を勧誘する目的のものではありません。
- ・本資料は、信頼しうると考えられる情報源から得たものですが、正確性・完全性は保証するものではありません。また、内容につきましては、予告なく変更される場合があります。過去の実績は、将来の投資成果を保証するものではありません。
- ・本資料は2020年9月2日時点の執筆者の見解であり、市場やその他状況の変化に伴い、予告なく変わることがあります。本資料には将来予測の表明とみなされ得る一定の情報が含まれています。そうした表明は将来の運用成果を保証するものではなく、実際の結果や展開はそうした予想とは大きく異なる可能性があります。
- ・なお、実際の運用戦略においては、値動きのある有価証券等に投資します。有価証券の価格は市場環境、有価証券の発行会社の業績、財務状況等により価格が変動するため、損失を被る事があります。また、外貨建の資産に投資する場合には、為替変動により損失を被ることがあります。
- ・本資料に表示している各種シミュレーション・データは、過去のデータに基づき弊社モデルを利用したバックテスト結果であり、将来の運用収益を保証するものではありません。
- ・弊社ならびに弊社グループ会社における運用に係る研究開発実例、運用スタイル、運用戦略、投資環境等をご紹介するものであり、特定の金融商品の勧誘を目的とするものではないため、運用に係る手数料・報酬等の金額および計算方法等を予め示すことができません。
- ・本資料に記載の各インデックスの著作権・知的所有権その他一切の権利は各インデックスを算出・公表している機関・会社に帰属します。
- ・本資料の二次使用、複写、転載、転送等を禁じます。
- ・本資料の記載内容は2020年 月時点のものであり、今後予告なく変更される場合があります。

ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ株式会社

金融商品取引業者 登録番号 関東財務局長（金商）第345号

加入協会：一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 投資信託協会、日本証券業協会

ssga.com/jp

著作権© 2020 State Street Corporation. All Rights Reserved. 不許複製
Tracking Number: 3222023.1.1.APAC.RTL Exp. Date: 11/30/2020