

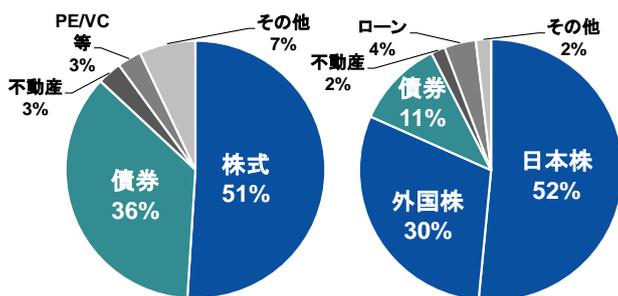
債券におけるESG投資

近年、グローバルではESG要素（環境、社会、ガバナンス）を考慮した投資（ESG投資）が拡大を続けており、その規模は2018年初で30.7兆ドルの規模となっている¹。既に大きく発展している株式運用におけるESG要素の考慮については、投資先企業におけるESGへの取組みと将来の企業価値向上に関して数多くの研究がなされており、ESG要素を考慮することによる利点が理解しやすい。一方、債券については、特に海外を中心に近年ESGを考慮する動きが広がっているが、株式運用とは相違点も多い。そのため、今回は債券運用におけるESG要素の考慮につき整理する。

■債券のESG投資の規模

ESG投資は株式運用において先行しており、日本におけるESG投資残高（投資判断にESGを考慮した運用残高）の8割を株式が占める。一方、グローバルにおけるESG投資残高は株式が約5割、債券が4割弱となっており、債券運用におけるESG要素の考慮は既に相応に進んでいる。2020年3月24日に公表されたスチュワードシップ・コード（再改定版）において、その対象を債券も含む株式以外の資産とすることが可能とされており、またESG（サステナビリティ）の考慮もより強く求められる内容となっていることから、日本でも債券におけるESG投資が急速に発展する可能性がある。

【図表1: グローバル（左）と日本（右）におけるESG投資残高に占める各資産残高の割合】



（出所）GSIA「Global Sustainable Investment Review 2018」、JSIF「サステナブル投資残高調査2018」よりみずほ総研作成。なお、表における「グローバル」の数値はオーストラリア/ニュージーランドの数値は集計外となっている

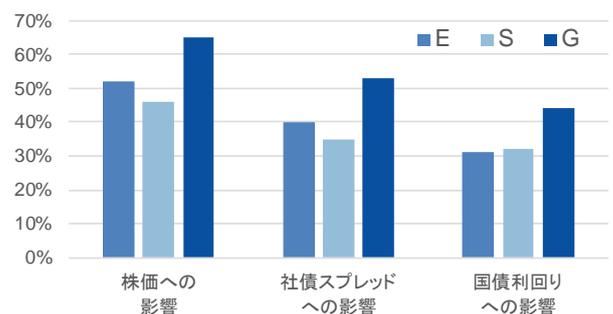
従来、ESG投資が債券で株式ほど広がらなかったのはどうしてだろうか。ESG投資を行う上での、債券と株式の相違点をPRI（責任投資原則）がまとめ

ている。この中で特に重要な点は、①ESG要素が価格に与える影響の違い、②債券保有者と株式保有者の権利の違いの2点であろう。以下1つずつその特徴をみていく。

■ESG要素の債券パフォーマンスへの影響

債券と株式を比較すると、株式のほうがよりESG要素の影響を受けると考えられている。その理由は、債券市場の複雑性（様々な形態の債券、満期、発行体等）が債券におけるESG要素の分析を難しくしていること、債券市場は株式市場に比べ流動性が低くESG要素による売買が行いにくいこと、債券価格は伝統的な要素（金利、償還期間、インフレ率）の影響が大きくESG要素の影響が株式に比べて限定的だと思われる点である。²

【図表2: ESG要素が株価/債券価格に与える影響】



（出所）下記脚注のとおり（CFA/PRI (2018) ESG要素が株価/債券価格に「常に」「しばしば」影響すると回答した人の割合

ESG要素と債券のパフォーマンスに関する研究は株式に比べ少ないが、例えばパークレイズ社の調査³では、高ESGスコアと低ESGスコアの社債ポートフォ

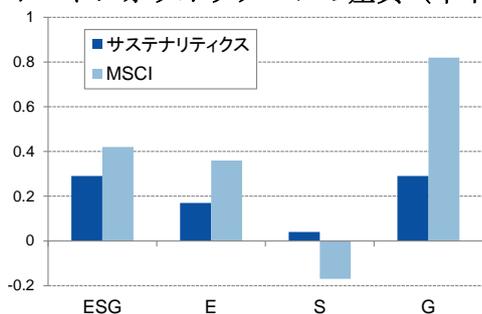
² CFA Institute/PRI "Guidance and case studies for ESG integration: Equity and Fixed Income" (2018)

³ Barclays "Sustainable investing and bond returns" (2016)

¹ GSIA「Global Sustainable Investment Review 2018」

リオのパフォーマンスを比較すると前者のパフォーマンスが優れていたと結論づけている。この分析では、ESG評価機関2社（MSCI社とサステナリティクス社）のESGスコアと社債パフォーマンスの関係を分析しており、両社いずれのスコアにおいても、ESGスコア（特にガバナンススコア）とパフォーマンスに関連性があるとしている。この理由として、レポートでは高いガバナンス評価の債券は低い評価の債券と比較して、その後12カ月において格下げされる割合が有意に低かったという点を挙げている。

【図表3:高ESGスコアと低ESGスコアのポートフォリオリターン上の差異（年率）】



(出所)Barclays資料よりみずほ総研作成

■ ガバナンスを特に重視

弊社では、運用機関へESG要素考慮についての調査を行っているが、この中で債券投資家はESG要素のうち特にガバナンスを重視する傾向が確認された。

理由の1つとして、債券価格はアップサイドには制約がある一方、ダウンサイド・リスクは大きいことから、投資先企業の成長性よりも償還可能性を重視することが挙げられた。このダウンサイド管理のためにガバナンス（財務安定性、不祥事対応、経営層のリスク選好度等）が重視されている。

また、株式と異なり債券には満期があり、債券投資の時間軸（償還期限）とESG要素が顕在化する期間のミスマッチが生じる点も理由の1つとなっている。ESGに関するポジティブな変化（例えば環境や社会に関する優れた取組み）については、債券価格／信用スプレッドへの影響は長期の時間を要すると考えられ、償還期限の短い債券においてこのESG要因を反映させるかどうかは運用機関により判断が分かれる。一方、ダウンサイドリスク（汚職や

重大な事故）は突然顕在化することがあるため、投資期間によらず重視する運用機関が多い。

債券の信用力分析へのESG要素の組み込みは、既に一定程度確立されている株式運用におけるESG分析との共通点も多いが、こうした債券特有の要因を認識することが重要であると考えられる。

■ 国債運用におけるESGの考慮

国債運用におけるESG要素の考慮は、社債運用に比べ相対的には普及していないが、その理由として社債と異なり株式におけるESG分析の枠組みを利用できないことや国に関するESGデータ不足が挙げられている⁴。下表は、株式及び社債運用において分析対象となるESG要素と、国債運用において分析されるESG要素の比較である。

【図表4:債券・株式分析における代表的なESG要素】

■ 株式及び社債分析におけるESG要素の例

環境(E)	社会(S)	ガバナンス(G)
気候変動の影響	人権	高いビジネス倫理
水資源と汚染	従業員との関係	株主の権利
生物多様性	安全衛生	役員報酬
エネルギー資源と管理	顧客との関係	取締役会の独立性
	製品の安全性	透明性
	ダイバーシティ	税務慣行

■ 国債分析におけるESG要素の例

環境(E)	社会(S)	ガバナンス(G)
気候変動の影響	人権	政治の安定性
水資源と汚染	教育と人材	(政治的)腐敗
生物多様性	健康水準	法の支配
エネルギー資源と管理	政治的自由	社会制度の頑健性
天然資源	人口の変化	報道の自由
	所得格差	
	犯罪と安全	

(出所) CFA/PRI資料よりみずほ総研作成

国債運用において、従来よりガバナンスや政治的要因は信用分析の一環として行われていたが、これらに加え、不平等、気候関連のリスク、エネルギー転換などの社会的・環境的要因が重要になっている。また、ガバナンス（特に腐敗・汚職）は債務返済能力(信用力)だけでなく債務返済意思(支払い意欲)と関連性があると考えられており、重視されている。

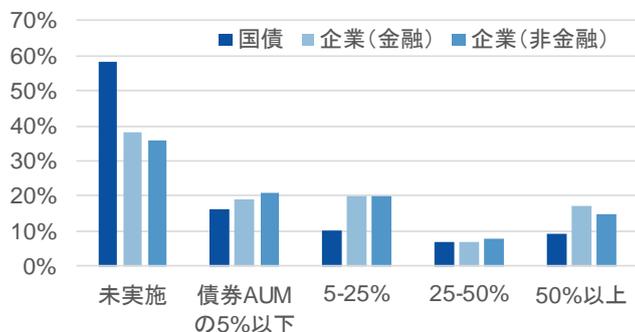
⁴ CFA Institute/PRI ”Guidance and case studies for ESG integration: Equity and Fixed Income” (2018)

■債券におけるエンゲージメント

企業のオーナーである株式投資家と異なり、債券投資家と企業は貸し手と借り手の立場であるため一般的には企業に働きかける機会が少ない。一方で、スチュワードシップ・コードが世界的に急拡大し、「責任ある投資家」として、投資先企業を深く理解し、これを踏まえた建設的な対話（エンゲージメント）を通じて投資先企業の持続的な価値向上に寄与することを求められている。

しかしながら、債券運用において体系的にエンゲージメントを実施している投資家はまだ限定的であり、PRI（責任投資原則）の2017年の調査によると、債券運用を行う署名機関のうち、債券資産の25%超の発行体に対してエンゲージメントを実施している投資家は全体の2割程度に留まっている。今後、スチュワードシップ活動の一環として、債券におけるエンゲージメントが拡大していくことが考えられる。

【図表5:債券保有資産におけるエンゲージメント実施の割合】



(出所) ”PRI Reporting Framework 2017 -Fixed Income” より
みずほ総研作成

■まとめ

運用機関においては、スチュワードシップ・コードの改訂もあり今後ますます債券運用におけるESG要素の考慮が拡大すると考えられる。ESG要素の考慮と債券運用パフォーマンスの関係性については、研究・調査が進められているが、運用機関はESG要

素を考慮することによりダウンサイド・リスクを軽減する効果を期待している。一方で、債券には償還年限があるため中長期を前提とするESG要素の考慮と時間軸のミスマッチが起こりうるという課題や、国債や証券化商品等の債券種別によっても対応が異なることが想定される。

アセットオーナーの立場では、運用機関においてどのようにESG要素を考慮し、それによりどのようにパフォーマンス向上に貢献すると考えているのか、債券投資家としてのエンゲージメント活動はどのように行うのかといったことを確認・評価する視点を新たに持つ必要性が高まってくるものと考えられる。