特集 グリーンボンド等SDGs投資を考える

解　　題

証券アナリストジャーナル編集委員会
第一小委員会委員 徳　島　勝　幸 CMA

ESG投資やSDGs投資が株式に馴染みやすい考え方であるとすることに、異論はないだろう。その一方で、GPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）のように、ESG投資を資産運用全般に及ぶ理念とするアセットオーナーも見られるようになっている。

債券投資が有する株式投資と異なる特性の一つに、リターンの上方硬直性がある。株式から得られるリターンの源泉は、企業の業績などに応じて変化する配当金と、株式そのものの時価変動である。一般的には、時価変動による影響の方が大きく、リターンは上下に変動する。債券の場合には、投資時点で毎期の利息収入が確定しており、期中の価格変動を除くと、発行体がデフォルトしない限り償還時までのリターンを予測できる。こうした資産特性が、債券におけるESG投資やSDGs投資にも影響する。

株式におけるESG投資によって期待される効果は、企業のESG努力に見合った中長期的な業績の安定性・サステナビリティ向上の結果として得られる、長期間でのリターン上昇と整理できる。債券においては、リターンの上方硬直性が存在するために、株式と同様の発想に基づいたESG投資は、単純には馴染まない。

グリーンボンド等と呼ばれる債券群の概念については、特集の第1論文を参照されたいが、グリーンボンドが主に環境（E）に着目するのに対し、社会（S）に着目したものとしてソーシャルボンド、よりSDGsを意識した債券であるサステナビリティボンドもある。既に欧米のみならず、日本での発行例も見られるようになっている。

これらのSDGs債に関する認証基準には国内外様々なものがあり、発行体も地方公共団体から政府関係機関、民間事業会社など様々となっている。個別の認定事例を見ると、首をやや傾げざるを得ないものもある。例えば、①再生可能エネルギーでの発電に注力しても火力発電及び原子力発電（欧米には原子力発電を容認する立場もある）から完全には脱却できない電力会社の社債（フランスの例）や、②環境への悪影響が強いとされる空運会社が二酸化炭素排出を抑えたトレーニングセンターを建設するために資金調達した社債、などである。「お金に色はない」以上、特定の名目で調達した資金を別の用途に回しても、債券投資家には分からない。

環境（E）の要素が目に見えやすいため物議を醸しやすい一方、社会（S）の要素を考えると、そもそも地方公共団体や政府関係機関の存立目的は社会や公共のために資するものであり、ソーシャルボンドとしての素地は当初から有している。

インフラサービスを提供する企業や政府関係機関、地方公共団体の発行する債券は、すべからくサステナビリティボンドと呼ばれても奇異ではない。適正な認定基準と発行体や市場による運用が確保されなければ、SDGs債というラベルを貼る意義は失われるだろう。

債券投資においては、特約を付さない限り投資家は発行体の全資産に対する請求権を有している。つまり、「お金に色はない」のである。そのため、リターンの上方硬直性がある中で、SDGs債を通常の債券より割高に購入することに対しては、フィデューシャリー・デューティーの観点から疑義が呈される。特に、曖昧な認定基準・運用の中では、割高な購入について容認されるべきではない。

将来的に適正な運用が行われるようになった場合に、SDGs債が割高になる可能性を否定しない。一つには、ESG要素もしくはSDGsを意識した経営を行う企業については、株式での考え方と同様に、経営の安定性から信用リスクの振れ幅が小さくなると考えられる。その結果、スプレッドが縮小すると期待できる。しかし、「お金に色はない」以上、特定のプロジェクトに対象を限定した債券は責任財産限定特約等の仕組みを付すべきである。究極的には、ESG要素やSDGsを意識した経営を行う発行体の債券全般がSDGs債であると考えるしかない。また、日本銀行による強力な金融緩和によって金利水準そのものだけでなく、社債のスプレッドを潰されている現状では、スプレッドの圧縮効果は限りなく小さくなっている。

特定のプロジェクトに対応した特定の回号の債券だけをSDGs債と認定し、同じ発行体の他の債券に比して当該債券のみが割高になるということは、現在の市場実態を考えると難しい。最終的には、どうしてもESG要素やSDGsに適合し難い発行体の債券のみに対して、スプレッドの上乗せが要求されるという将来になるのではないか。

今回の特集は４本の論文で構成している。まず、冒頭の**江夏論文「世界的に見たグリーンボンド等SDGs債の発行状況と投資の意味合い」**は、グリーンボンドからソーシャルボンド、サステナビリティボンドといったSDGs債の諸概念を紹介した後、世界におけるSDGs債の発行状況について解説する。発行体のセクター別や、国・通貨別の状況が紹介されており、欧州主導とされる近年の動きを反映した統計になっている。また、日本での状況では、政府関係機関や金融機関が過半を占めている中、環境省の支援策や投資家の取組み状況などが紹介されている。

後段では、発行市場および流通市場のSDGs債のプライシング状況が紹介されている。後続の第２論文で理論的なアプローチを行う前提として実態を理解するのに役立つだろう。続いて、投資家の目線に立って投資の意味合いを解説する。今回の特集では、第４論文においてGPIFの取組みを世銀との共同プロジェクトに絡めて紹介してもらっているが、第１論文ではGPIF以外の投資家の取組みスタンスなどについても触れられている。全体として、本特集の序章と考えてもらえばよいだろう。

続く、**伊藤論文「SDGs債の価格形成に関する分析と投資に際しての留意点」**は、ややもすると、あるべき理想像が前面に出てくるSDGs債市場に関し、実例のプライシングを分析することで、SDGs債に対する地に足のついた議論を展開している。SDGsやSDGsファイナンス、SDGs指数といった概念の整理とともに、最近の海外での状況が紹介される。株式に関するSDGs指数のパフォ

ーマンスに関する紹介は、必ずしも今回の特集テーマに直接関連していないように見えるが、本稿後段で取り上げられる世界銀行及びイタリアEnel社のSDGs債は、SDGs指数に連動して利子や償還額の決まる債券であるために、必要な紹介である。つまり、SDGs債の一つの形態として見られる、仕組債が分析対象となっているのである。

特集の第１論文中では、現在のSDGs債の仕組みとしては、シンプルな標準債が多いと紹介されている。一方で、SDGs債の特性を考えると、米国地方債に見られるようなレベニュー債や倒産隔離・責任財産限定といったスキームを用いた証券化債の方が望ましいとも考えられる。ところが、既存の債券事例を分析すると、投資家が必ずしもこうした仕組みの内容を十分に理解していないのか、割高になっているSDGs債があることが指摘される。今後、SDGs債として主に利用されるのが引き続き標準債であれば、「お金に色はない」以上、SDGs債概念そのものに対するチャレンジが必至となるし、レベニュー債や証券化債といった仕組みを導入するならば、リアルオプションや証券化商品などの分析に立脚したより理論的なプライシングが求められることになろう。

なお、第２論文で分析された債券はいずれもSDGs指数に連動する仕組債であって、調達した資金の使途がSDGs関連事業に限定されるものではない。大変興味深い取組みであるが、日本国内ではSDGs指数等が定着していないこともあって、類似した債券の募集例は見られない。発行体が資金使途を明言しても「お金に色はない」以上、常に投資家へのレポートが求められ、結果的に一般債と異なるプライシングが容易でないことを考えると、仕組債による取組みも検討する余地があるものと思われる。

最後に、SDGs債に関して、①価格が公正でない可能性、②SDGsを達成する誘因を与えない可能性、③資金使途の制限に保証がないこと、といった留意点が指摘されており、発行体や投資家にSDGs債を販売する証券会社等は意識しておくべきだろうし、SDGs債の購入意欲を表明し積極的な姿勢を示すことに注力している投資家においても、同様だろう。

第３論文は、SDGsファイナンスにおいて必須とされる外部機関による評価を分析した**「サステナブルファイナンスと外部評価」**と題した**相原論文**である。サステナブルファイナンスにおいて、投資家の判断基準は、通常の債券における信用力や年限、利回り等の評価に加えて、サステナブルファイナンスとしての意味合いや効果が対象となる。そのために、外部機関による評価が求められるのであって、信頼できる第三者によるものでなければならないのは、自明であろう。社内にウォールが設けられていたとしても、債券格付けを業とする格付会社による評価は不適切な可能性が高いし、投資家に証券を販売することが事業目的である証券会社やそれらの業界団体による評価も疑義が残る。

一般的な債券と価格が異ならないのであれば曖昧な基準でも許されるということはないし、グローバルな基準の統一は不可能であり現実的でもないだろう。例えば、原子力発電が環境に優しくSDGsの趣旨に沿っているかどうかについて、ヨーロッパの一部等では肯定的な見方があるものの、福島第一原子力発電所の事故を経験した日本や他のヨーロッパの国々では廃棄物処理までを考え否定的な見方が少なくない。

本論文では、外部評価の内容や位置付けを述べ、主要な外部評価者のプロファイル等を紹介している。また、外部評価の課題として、比較可能性を

高めること、発行後評価、新しいプロダクトへの対応といった点が指摘されている。

最後に、GPIFに勤務する**大石・西田・八木**の三者による**論文「GPIFと世界銀行グループによる研究と投資のパートナーシップ」**においては、背景にあるGPIFの機関投資家としての性格から起こして、株式に関するESG投資の現状の紹介から、GPIFが世界銀行グループと取り組んだグリーンボンド等に関するパートナーシップによる研究について紹介されている。GPIFによるESG活動に対する取組みの全般は、夏に公表されている「ESG活動報告」に詳しく公表されている。しかし、同報告は様々な一般読者向けのものであり、本稿では証券アナリストジャーナルへ掲載するに相応しく、債券ESG投資に関する先行研究の紹介等世界銀行グループとの研究について整理されている。

後段の「３．債券ESG投資の現状と課題」では、日本におけるESG投資について先進的な役割を果たしてきたGPIFが、債券投資の特性を意識しながら債券領域におけるESG投資に取り組んできて直面した課題を紹介している。これから債券領域においてもESG投資やSDGs投資を拡大することが求められる日本の機関投資家には、大いに参考となるのではなかろうか。もちろん、個々の投資家によって置かれている状況と課題は異なるものであるが、先達の苦労の跡に学ぶことは重要であるし、得られるものは決して少なくないことと期待される。

今回の特集が、債券領域におけるESG投資及びSDGs投資の代表的な形態であるSDGs債について現状を概観することで、GPIF等が取り組む資産運用全般でESG投資を意識することの及ぼす影響を考えるとともに、今後の日本におけるESG投資の更なる拡大について検討する一助となれば幸いである。

©日本証券アナリスト協会　2020