

世界銀行と GPIF による債券投資と ESG に関する共同研究報告書

富永 健司、江夏 あかね

■ 要 約 ■

1. 世界銀行グループと年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）は、2018年4月、債券投資と ESG に関する共同研究報告書を発表した。
2. 共同研究報告書では、債券における ESG 投資をめぐって、発展の経緯、投資アプローチ、運用パフォーマンス、投資ツール、投資家への浸透状況、今後の課題等についてまとめられている。具体的には、(1) 債券種別毎の投資アプローチの傾向の整理、(2) 運用リターン等に関する先行研究の整理、(3) 今後の課題の洗い出し、などが行われている。
3. 共同研究報告書は、債券市場に即座に影響を及ぼすようなものではなかったものの、債券における ESG 投資について丁寧かつ網羅的にまとめた意義のある内容となっている。本報告書が1つの契機となり、今後、発行体、投資家等の市場関係者による、さらなる取り組みがどのように進められるか注目される。

I. 世界を代表する発行体と投資家による共同研究報告書の公表

世界銀行グループと、日本の公的年金積立金運用機関である年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）は、2018年4月、「債券投資への環境・社会・ガバナンス（ESG）要素の統合」と題した共同研究報告書を発表した¹。両組織は2017年10月、持続可能な投資の促進に向けて提携することで合意し、債券投資における ESG の考慮について共同研究を進めてきた。

本報告書の意義として、投資家及び発行体として世界的にプレゼンスが高い両組織が行った研究報告書であるという点が挙げられる。世界銀行グループは、2017年度²に560億ドル相当額の債券（世銀債）を発行した。グリーンボンドについては、2017年度に約6億ドル相当額を発行し、2008年より18の通貨建てで100億ドル相当額超を発行してきた³。

¹ Georg Inderst and Fiona Stewart, *Incorporating Environmental, Social and Governance (ESG) Factors into Fixed Income Investment*, World Bank Publication, April 2018.

² 2017年度は2016年7月1日～2017年6月30日。

³ World Bank, *Annual Report 2017*, p.29., World Bank, *Annual issuance statistics, Funding Volumes for Fiscal Years*

GPIF は世界最大の年金基金（2017 年度末時点の運用資産額約 156 兆円）だが、2015 年 9 月に国際連合の「責任投資原則」（PRI）に署名し、2017 年 7 月には日本株の 3 つの ESG 指数を選定の上、同指数に連動したパッシブ運用を開始している⁴。当初の投資規模として、国内株式を対象に約 1 兆円としており、将来的にさらなる拡大が検討されている。

II. 共同研究報告書のポイント

共同研究報告書では、債券における ESG 投資をめぐって、発展経緯、投資アプローチ、運用パフォーマンス、投資ツール、投資家への浸透状況、今後の課題等について、市場関係者へのインタビュー等も通じて、網羅的にまとめられている。特に注目される点として、

- (1) 債券種別毎の投資アプローチの傾向、(2) 運用リターン等に関する先行研究の整理、(3) 今後の課題の洗い出し、が挙げられる。

1. 債券種別毎の投資アプローチの傾向

共同研究報告書においては、株式と債券に関し、ESG 投資のアプローチが異なるとされ、株式、社債、国債（ソブリン債）における ESG 投資戦略の適合性が示されている（図表 1 参照）。

図表 1 株式と債券における ESG 投資戦略の適合性

ESG 投資戦略 / 資産クラス	倫理的スクリーニング（ネガティブ・スクリーニング / 問題企業の排除）	規範に基づくスクリーニング	ESG インテグレーション	ESG エンゲージメント / アクティビズム	ESG ベスト・イン・クラス	ESG 投資（ポジティブ・スクリーニング / テーマに沿った投資）
株式	十分に適合する	十分に適合する	十分に適合する	十分に適合する	十分に適合する / やや適合する	十分に適合する / やや適合する
社債	やや適合する	やや適合する	十分に適合する	やや適合する / それほど適合しない	それほど適合しない	十分に適合する / やや適合する
ソブリン債	それほど適合しない	やや適合する	十分に適合する	それほど適合しない	それほど適合しない	それほど適合しない

(出所) My-Linh Ngo, *ESG and Fixed Income Investing*, BlueBay LPP, 2016; Georg Inderst and Fiona Stewart, *Incorporating Environmental, Social and Governance (ESG) Factors into Fixed Income Investment*, World Bank Publication, April 2018, p.10、より野村資本市場研究所作成

(<http://documents.worldbank.org/curated/en/913961524150628959/Incorporating-environmental-social-and-governance-factors-into-fixed-income-investment>)

債券においては、社債、ソブリン債、国際機関債、資産担保証券（ABS）等に分類し、各債券の特徴がまとめられている。社債については、(1) 除外リストや ESG 要素に基づくスクリーニングなどで、上場株式における投資アプローチとかなり共通していること、(2) エンゲージメントでは、株式のような議決権行使の仕組みはないが、投資家向けロードショーや社債発行時などにエンゲージメントを行うことは可能であること、等が指摘された。一方、ソブリン債については、エンゲージメントは企業に対するものと異なり、例えば規

1997-2017, World Bank, *Green Bond Issuances to Date*.

⁴ GPIF「平成 29 年度 業務概況書」2018 年 7 月 6 日、GPIF「国連責任投資原則への署名について」2015 年 9 月 28 日、GPIF「ESG 指数を選定しました」2017 年 7 月 3 日。

制当局、政策立案者及び基準設定者等と対話をすることは可能だが、投資家とソブリン債の発行体（国）の規模が大きく異なることが、エンゲージメント実現のハードルになっている可能性が挙げられた。

その他、国際機関債については、典型的に高水準の信用力や ESG 関連の対応は良好であることから、ESG の分析は充当事業が中心になること等が指摘されている。また、ABS については、オリジネーター、サービサー及びカバープール各々について ESG の側面から分析する必要があるほか、ESG 要因が資産プールの財務面での持続可能性にどのように影響を及ぼすかについても考慮する必要があると述べられている。

総じて、債券における ESG 投資は、社債を中心に、株式に徐々に追いつきつつあるが、ソブリン債や ABS では、研究等について向上の余地があると記されている。

2. 運用パフォーマンス等に関する先行研究の整理

債券における ESG 投資に関する研究は、株式ほどではないものの、近年蓄積されつつある。しかし、これまでに、共同研究報告書のように網羅的に整理したものはなかった。共同研究報告書では、債券に関する先行研究が丁寧に分析されている。そして、(1) ESG 要因が信用リスクの重大な要素となり得る、(2) ESG を考慮した投資がリターン（運用パフォーマンス）の犠牲につながるものではない、等を示唆する研究が複数あることが明らかにされた（図表 2 参照）。

3. 今後の課題の洗い出し

共同研究報告書では、債券分野での ESG 投資が発展するための主な課題として、(1) ESG のデータ整備、(2) 運用に関するリスク及びリターンと ESG に関する研究の蓄積、(3) ESG に関する基準・原則等の整備、(4) 債券投資の対象となる革新的な ESG 関連商品の開発、が挙げられた。

1 点目の ESG 関連データ整備については、有効なデータの欠如やデータの質が問題点として挙げられた。一方、金融安定理事会（FSB）が設立した気候関連財務ディスクロージャータスクフォース（TCFD）による、気候変動関連の財務情報開示に関する最終報告書の提言を通じて、企業会計で ESG 要因をより網羅的に把握することが可能になると期待されている。他方、ソブリン債分析では、国レベルのデータの公表にタイムラグがあること等が指摘され、政府が ESG 関連のデータを迅速に発表することが必要と述べられた。

2 点目の研究の蓄積については、前述の先行研究の限界として、大部分の研究が信用リスクに焦点を当てており、ESG 要因と市場リスク、インフレ、流動性、償還年限、金利形状、トータルリターン等の異なる要因との比較が限定的であること、等が挙げられている。また、より長期間、広範囲の債券関連商品及び国を対象にした分析が求められた。

図表 2 債券に関する ESG 投資に関する主な先行研究

著者（発表年）	ポイント
全般	
Friede et al. (2015)	分析対象のうち 90%の事例は、少なくとも ESG 実践度と企業業績に負の相関関係はなかった
社債	
Barclays (2015, 2016)	米国の投資適格級の社債（2007～2015 年）を対象とした調査では、ESG 格付けが高い企業の社債のパフォーマンスがより安定的な傾向があることが明らかに。パフォーマンスに対してガバナンスの要素が及ぼす影響は大きかったが、環境や社会面での影響は特に観察されなかった
Hermes (2017)	ESG リスクを表す QESG スコア（Hermes 独自の指標）が低い企業のクレジット・デフォルト・スワップ（CDS）の спреッドはより拡大した水準になる傾向
Insight Investment (2016)	倫理水準が低い社債を除外しても長期的なリターンへの影響は限定的。ただし、項目を絞り込めば、何らかの影響が確認された可能性
Oikonomou et al. (2014)	ESG や企業の社会的責任（CSR）関連の経営が良好な場合、その企業の利回りが低下する傾向
Bauer and Hann (2010)	環境面で懸念がある場合、債務調達コストの上昇や格付け低下につながりかねず、環境対策への積極性が債務調達コストの低下につながる傾向
Hsu and Cheng (2015)	社会的責任を意識した企業は良い格付けや信用リスクの低下につながる傾向
Amiraslani et al. (2017)	2008～2009 年の金融危機時には、CSR に適切に取り組んでいる企業の社債 спреッドが低い傾向
Hoepner and Nilsson (2017a)	ESG に関する項目について、「強み、懸念、論争」が特段ない企業の社債は、市場をアウトパフォームする傾向
Kiose and Keen (2017)	環境や社会の要素と財務リスクの関係をみると、二酸化炭素排出量及び社外取締役の要素が影響を及ぼしている傾向
Allianz (2017a)	銘柄の除外は必ずしもパフォーマンスの毀損につながらない
Cantino et al. (2017)	ESG の持続可能性と債務調達コストの関係は不明瞭
Bektić (2018)	ESG 要因が社債のリスク及びリターンにどのように影響を及ぼすかを結論付けるのは時期尚早
国債	
Capelle-Blancard et al. (2017)	経済協力開発機構（OECD）加盟国について、ESG パフォーマンスの良好な国は、債務不履行リスクや国債金利水準が低い傾向
Allianz (2017b)	ESG リスク要因は必ずしもソブリン格付けに反映されていない
Sustainalytics (2017a)	ESG 要因とソブリンの信用格付け、ESG モメンタム及び 1 人当たり GDP に正の相関
Lazard (2017)	新興市場国において、各国の ESG の普及度と、信用力や資金調達コストに強い相関性
Qian (2012)	制度が強固なほど、ソブリンの債務不履行が少ない
Union Investment (2017)	贈賄度はソブリンの信用力において重要な要素
Choi and Hashimoto (2017)	統計の透明性を高めることにより、新興市場国の国債の спреッドが低下
債券ファンド	
Henke (2016)	2001～2014 年にかけて社会的責任債のファンドのパフォーマンスが 0.5%程度良好だった
Leite and Cortez (2016)	欧州の社会的責任投資（SRI）ファンドは市場のパフォーマンスが悪化する際に、耐久性が高い傾向
Hoepner and Nilsson (2017b)	ESG のエンゲージメント活動に携わっていないファンドマネジメント会社において、ESG の熟練度合い等が低い傾向

(出所) Georg Inderst and Fiona Stewart, *Incorporating Environmental, Social and Governance (ESG) Factors into Fixed Income Investment*, World Bank Publication, April 2018, pp.17-19、より野村資本市場研究所作成 (<http://documents.worldbank.org/curated/en/913961524150628959/Incorporating-environmental-social-and-governance-factors-into-fixed-income-investment>)

3 点目の基準・原則等の整備については、標準化された国際的なフレームワークが投資家の信認を確保することにつながるとした上で、今後のステップとして、(1) 国際資本市場協会（ICMA）のエグゼクティブ・コミッティを通じた、グリーンボンド、ソーシャルボンド、サステナビリティボンドの原則・ガイドラインやインパクト・レポートの向上に向けた取組み、(2) 国際金融公社（IFC）による ESG フレームワークを新興市場国の企業に導入できるかを機関投資家とともに検討、といったものが挙げられた。

4 点目の債券投資の対象となる革新的な ESG 関連商品の開発については、株式に比して債券指数の選択肢が狭いことや特定の ESG に焦点を絞った投資商品の不足等が問題点と

して挙げられている。その上で、環境、ジェンダー、人的資本、普遍的なヘルスケアといったすべての世代の繁栄をもたらすために解決すべき課題を対象とした商品のサポート等が今後のステップとして挙げられた。

Ⅲ. おわりに

世界銀行と GPIF による共同研究報告書は、債券市場に即座に影響を及ぼすようなものではなかったものの、債券における ESG 投資について丁寧かつ網羅的にまとめた意義のある内容となっている。また、現在の日本における債券分野での ESG 投資は、グリーンボンド、ソーシャルボンド、サステナビリティボンドのようにラベルが付与されたものに投資することが主流とみられるが、ESG インテグレーションやエンゲージメント等の実態を含めて世界における潮流がカバーされた本報告書は、日本の債券投資家にとっても大いに参考になるものと考えられる。

本報告書が1つの契機となり、今後、発行体、投資家等の市場関係者による債券分野での ESG 投資へのさらなる取り組みがどのように進められるか注目される。