

アナリストの眼

ESG 社債の隆盛

【ポイント】

1. 2006年の国連によって策定された責任投資原則（PRI）により ESG 投資が広く認知されるようになった。
2. ESG 投資の対象資産の一形態である ESG 社債は、固定利付債を償還日まで保有するという前提に立てば、投資時点で収益が確定し、株式のようにアップサイドは見込めない。
3. ESG 社債を通じて企業と投資家のブランド力が向上するというインセンティブにより、今後も ESG 社債の発行額は拡大していくと思われる。

1. ESG の歴史

日本国内に「ESG」という言葉が聞かれるようになって久しい。改めて ESG の歴史を簡単に振り返りたい。ESG は「Environment：環境」、「Social：社会」、「Governance：企業統治」の頭文字をとったものである。

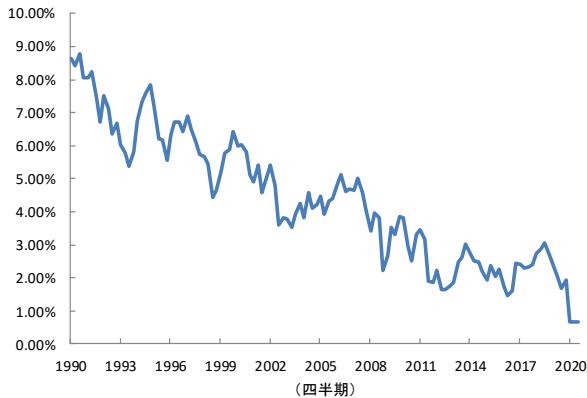
その源流は社会的責任投資（Socially Responsible Investment：以下 SRI）と称されてきた投資手法にある。この手法は 1920 年代に欧米において、武器、ギャンブル、タバコ、アルコールなどキリスト教の倫理感に反する企業を投資対象から除外するネガティブスクリーニングから始まったと言われている。1960 年代から 1980 年代においては、ベトナム反戦によりナパーム弾製造企業に対して製造中止を求める株主提案が行われたり、株主による南アフリカ共和国のアパルトヘイト政策への反対運動が行われたりするようになった。2000 年代になると、地球温暖化など地球規模の問題が鮮明になったり、ガバナンスが注目されたりしたことで、社会問題への対応が良好な企業を選出するポジティブスクリーニングが広がるようになった。

一方で SRI は、投資のリターンよりも社会的責任を優先するというイメージから、投資手法の 1 つとして認識されていただけであった。この認識を大きく変えたのが、2006 年に国連によって策定された責任投資原則（PRI）である。これは世界の機関投資家に対して、投資分析と意思決定プロセスに ESG を組み込むことを提唱し、その 3 領域が投資を行う際に主として考慮すべきものとして明確に示されたものであった。これをきっかけに、あらゆる投資家に対して、ESG の重要性が認知されるようになり ESG 投資が広く認知されるようになったのである。

2. 低利回り環境下での ESG 社債

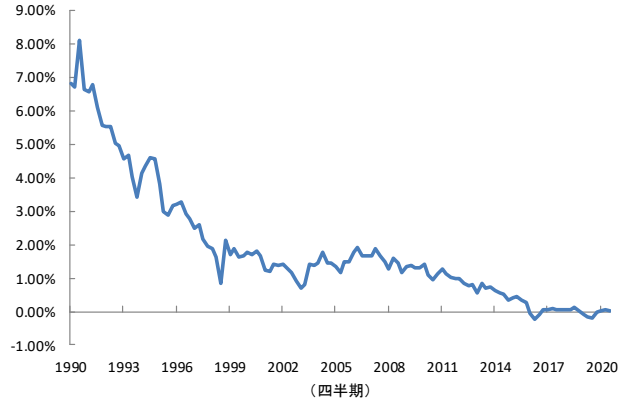
足元の金利動向に関して確認したい。図表 1、2 にあるように、米国債 10 年利回りと日本国債 10 年利回りは低水準となっている。昨今の経済情勢を踏まえれば、各国の中央銀行が利上げを急ぐ環境にはなく、今後も当面はこの低金利状態が続くだろう。

図表 1. 米国債 10 年利回り



(資料) Bloombergより富国生命作成

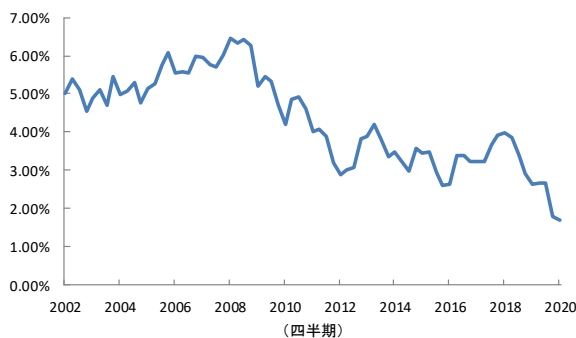
図表 2. 日本国債 10 年利回り



(資料) Bloombergより富国生命作成

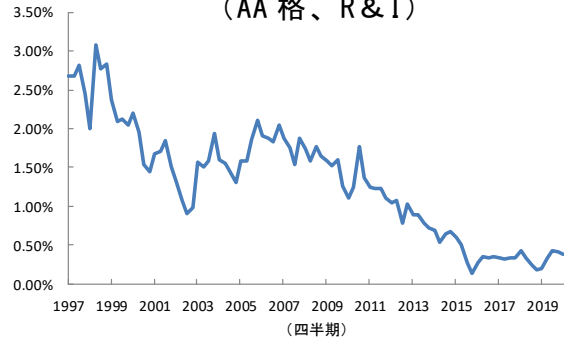
企業が社債を発行する時は、概ね国債の利回りに対して企業の信用力を反映した上乗せ金利（スプレッド）を付与した利回りで発行する。米国、日本ともに国債の利回りは低水準であることから、スプレッドを付与した社債を発行したとしても、図表 3、4 にあるように、その利回りは低水準になっている。社債投資家にとっては、このような低利回りによって、大きな収益が得られにくい難しい投資環境となっている。

図表 3. 米国社債 10 年利回り (A 格)



(資料) Bloombergより富国生命作成

図表 4. 日本社債 10 年利回り (AA 格、R&I)



(資料) Bloombergより富国生命作成

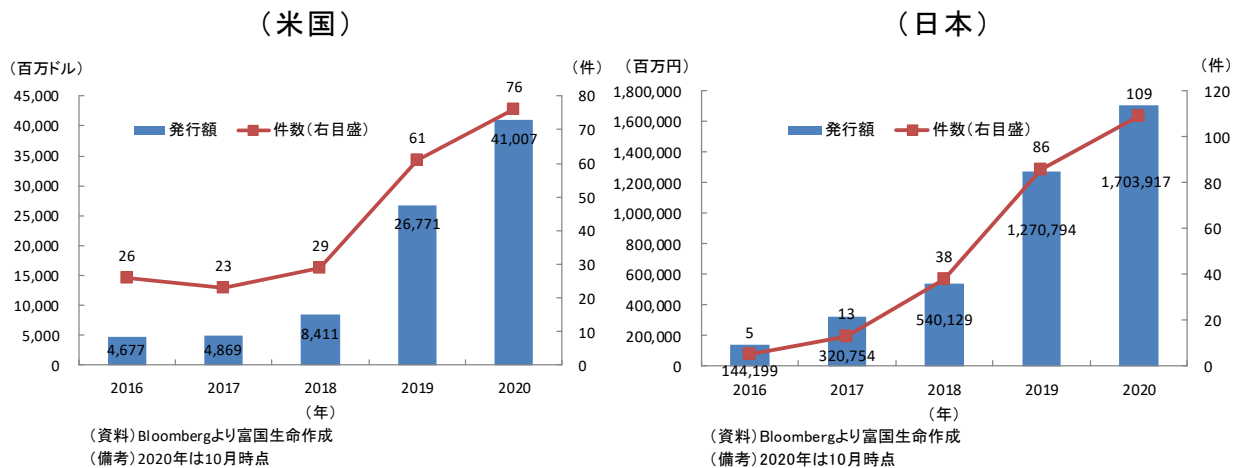
一般的に社債は、額面金額に利率を乗じた利息が償還日まで毎年支払われ、償還日には利息と償還金額を受け取ることになる。固定利付債を償還日まで保有するという前提に立てば、企業が債務不履行にならない限り、投資時点で受け取る金額は決まっている。ESG が認知されるようになってきてからは、ESG は株式市場を中心に幅広く普及してきた。ESG に関して企業とのエンゲージメント（目的を持った対話）を行い、その企業の価値を向上させることによって生じる超過収益、アップサイドが見込まれるからである。しかし、償還日まで保有するという前提の固定利付債は投資時点で収益が確定していることから、株式のようにアップサイドを見込むことはできない。

3. ESG 社債による企業価値と投資家価値の向上

社債は利回りが低ければ、企業には調達コストが低位の良好な資金調達手段ではあるが、投資家には期待できるリターンが小さいので投資妙味に欠けてしまう。ESG 社債を通常の社債と比較すると、特に高い利回りであるわけではない。しかし図表 5、6 にあるように、年々 ESG 社債の発行額、件数は増加している。これは ESG 社債が、企業のブランド力だけでなく、投資家のブランド力をも向上させるからであろう。ブランド力の向上は、企業にとっては企業価値の増大、投資家にとっては投資資金の長期的な拡大に通じてこよう。ここに大きなニーズが生まれることで、ESG 社債が隆盛していると思われる。

図表 5. ESG 社債の発行額と件数の推移

図表 6. ESG 社債の発行額と件数の推移



例えば、CO₂ の大きな削減が見込まれる新工場の設立を資金用途とした ESG 社債があったとしよう。企業にとっては、CO₂ 削減に取り組んでいることを対外的に表明することで、社会的責任を果たしている企業として認知され、企業のブランド力の向上が見込まれよう。社債投資家にとっては、この ESG 社債に投資することによって、一定の収益を得ながら、間接的に CO₂ を削減するという社会貢献を果たすことができよう。投資表明などを通じてこれが広く認知されるようになれば、社会的責任を果たしている企業を支援している投資家として、そのブランド力が向上しよう。このような ESG 社債によるブランド力の向上効果をより確実にし、増幅させるためには、企業は ESG 社債で調達した資金の使用状況や投資効果を適切に投資家に開示していくことが必要になってこよう。投資家は「目的を持った対話」の中で、対話のノウハウを蓄積し、ESG 社債の資金用途や投資効果を確認するといった強固なモニタリング体制を構築していくことが重要になってこよう。

今日の経済環境を踏まえれば、金利が急激に上昇することは考えにくい。社債においては、低い利回りでの発行が多くなっていくと思われる。低い利回りでも投資妙味を出すために、企業と投資家のブランド力を向上させるというインセンティブを持つ ESG 社債の発行が、今後も拡大していくと思われる。その動向に注目が集まろう。

(財務投資グループ 今井 栄太)