

野村資本市場研究所

研究部

江夏 あかね、富永 健司

サステナブルファイナンスの時代

金融市場では近年、サステナブルファイナンスという言葉が浸透しつつあります。サステナブルファイナンスの一部であるグリーンボンド等のESG債については、年金基金が中核的な投資家になっています。年金基金は、今後のサステナブルファイナンスをめぐる動向も踏まえて、運用を検討することがますます重要になると考えられます。

サステナブルファイナンスが金融市場の潮流に

金融市場では近年、ESG(環境、社会、ガバナンス)の要素を考慮する投資概念が根付くとともに、国際的な合意である持続可能な開発目標(SDGs)やパリ協定等を背景に、「サステナブルファイナンス」という言葉が聞かれるようになってきました。持続可能な社会を実現するためのファイナンスを意味するサステナブルファイナンスは、特に欧州(EU)において、欧州委員会が2018年3月にサステナブルファイナンスの確立を目指し、アクションプランを策定したこともあり、その言葉が金融市場に浸透しつつあります。

「ESG債市場に関する持続的発展に関する研究会」

野村資本市場研究所では、サステナブルファイナンスが浸透してきた現状や、ESG投資に関して株式市場を軸に研究が行われている状況を踏まえ、グリーンボンドを始めとしたESG債に焦点を当てた研究を強化することとしました。そこで、2018年2月に「ESG債市場の持続的発展に関する研究会」(研究会、座長・高崎経済大学 水口剛教授)を設立し、同市場の課題を多面的に洗い出し、ESG債及び同市場が安定的・持続的に成長するために求められる対応について、産官学連携で約1年かけて研究を進めたところです。

本稿では、上述の研究会の議論を踏まえ、サステナブルファイナンスの一部であるESG債の現状と課題について、ご紹介します。なお、研究会報告書については、2019年6月に『サステナブルファイナンスの時代—ESG/SDGsと債券市場』(水口剛編著、野村資本市場研究所「ESG債市場の持続的発展に関する研究会」著)を金融財政事情研究会より発刊しています。

債券におけるESGとは

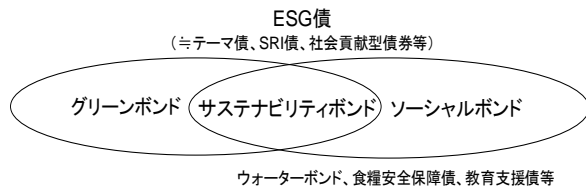
金融市場では、20世紀前半から社会的責任投資(SRI)といった概念がありましたが、国際連合のコフィー・アナン事務総長(当時)の呼びかけで2006年4月に公表された責任投資原則(PRI)を1つの契機に、ESGの概念が急速に広まりました。日本の金融市場では、世界最大の公的年金である年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)が2015年9月にPRIに署名した頃から、株式、債券共に、発行体や投資家等によるESGへの意識が顕著に高まっています。

債券市場におけるESGの歴史を紐解くと、2000年代後半頃からテーマ債、SRI(社会的責任投資)債、社会貢献型債券等の分類でESG関連の課題解決を目的とした債券の発行が始まりました。その後、グリーンボンドに関わる市場関

このレポートは、年金基金運営および企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営および企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村證券および野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布しております。提供されたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券、野村資本市場研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。

係者が共同で2014年1月にグリーンボンド原則(GBP)を公表したことがESG債の発展の基礎となりました。原則・ガイドラインが存在するESG債は2019年8月末現在、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とみられており、研究はこの3つの債券を中心にを行いました。

図表1 ESG債の種類(イメージ)



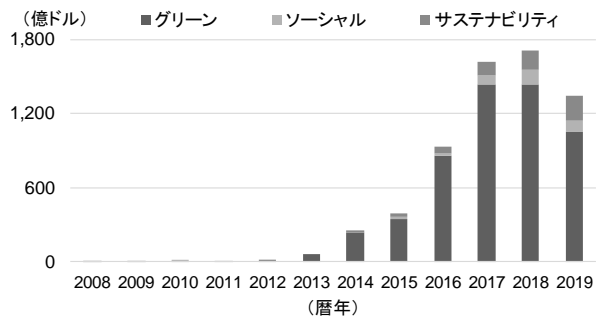
(出所) 野村資本市場研究所

ESG債の発行・投資状況

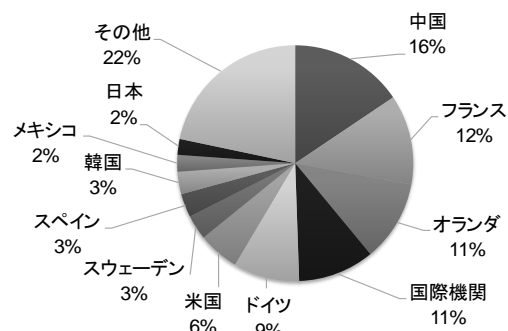
ESG債は、グリーンボンドを軸として2000年代後半頃から、欧米諸国を中心に発行が進んできました。ブルームバーグより抽出したデータ(2019年6月末時点、米国地方債と証券化商品を除く)に基づくと、(1)発行残高(約6,336億米ドル相当)のうち9割近くがグリーンボンド、(2)発行額は2000年代後半頃から徐々に増え、SDGs採択やパリ協定合意があった2015年頃から大きく伸びる傾向、(3)発行体の国別発行額では中国が最も多く、フランス、オランダと続き、日本は全体の2%程度、といった傾向が見られます。日本の発行体によるESG債発行状況については、(1)発行残高(約137億米ドル相当)のうち、約7割がグリーンボンド、4分の1弱がサステナビリティボンド、残りがソーシャルボンド、(2)発行額は2017年頃から堅調に伸びる傾向、(3)発行体セクター別発行額では、金融機関と政府系機関で全体の7割を占める構成、といった傾向が観察されます。

日本の発行体によるESG債の発行額が2017年頃から順調に伸びている背景としては、国際的な金融市場のトレンドもありますが、環境省によるグリーンボンドに関する各種支援策が寄与していると考えられます。

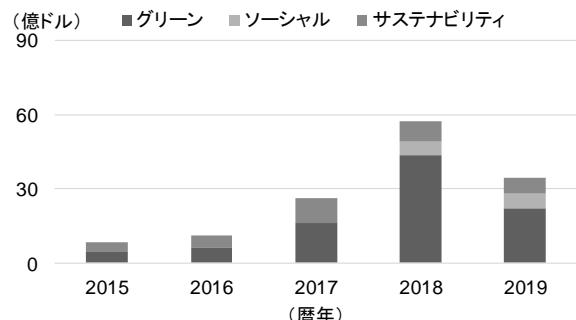
図表2 世界及び日本のESG債の発行状況
種類別発行額の推移(世界)



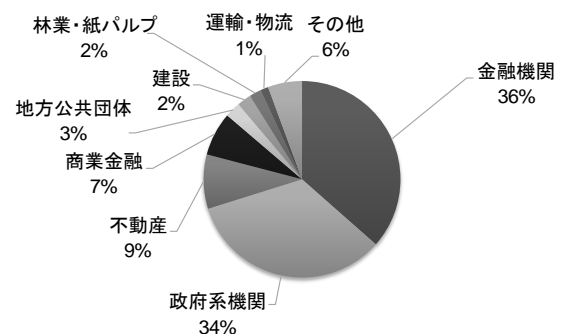
国別発行額の推移(世界)



種類別発行額の推移(日本の発行体)



発行体セクター別の発行の内訳(日本の発行体)



(注) 発行額(2019年6月末時点)は、ブルームバーグによる各債券の判定基準に基づく。ドル換算ベース。

(出所) ブルームバーグのデータベース、より野村資本市場研究所作成

このレポートは、年金基金運用および企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運用および企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券および野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布しております。提供されたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所に帰属しており、電子的または機械的方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。

一方、ESG債の投資家層は、大手機関投資家から、ESGやSRIの専門投資家、個人に至るまで、多岐に渡っていますが、その中核を成しているのは、年金基金です。そもそも、世界銀行が2008年にグリーンボンドを発行した背景には、環境問題をテーマに据えた債券型金融商品を望む北欧諸国の年金基金のニーズがありました。その後、多くの年金基金がグリーンボンドへの投資に積極的に取り組んでいます。

ESG債市場の持続的発展に向けた論点

研究会で議論されたESG債市場の持続的発展に向けた論点の概要を以下で紹介します。

1. ESG債のモチベーション

近年、気候変動の影響が顕著となり、経済活動にも影響が出てくるようになりました。国際社会がSDGsに合意したように、ESG課題に社会全体で取り組むべきとの感覚は共有されていると考えられます。ESG課題の解決への貢献を具現化するためには、ステークホルダーからの支持を得られることが前提となります。加えて、ESG債の質を高めていくことが、ESG債市場の発展を考える上で重要になると言えます。

2. ESG債の追加性

ESG債の発行が拡大する中、「追加性」が発行体・投資家にとって注目材料の1つとなっています。ESG債に関する追加性という用語は、「(ESG関連プロジェクト向けの)資金の追加性」、「環境的・社会的インパクトの追加性」という2つの意味で多く使用されています。投資家による環境的・社会的リターンへの関心が高まる中、特にインパクトの追加性をいかに示していくかが、今後の重要な課題になると考えられます。

3. ESG債のプライシング

ESG債のプライシングに関しては、通常の債券と比べて価格プレミアムが創出されるかといった論点があります。価格プレミアムが創出される要因として、環境や社会への貢献があるといったESG債特有の特徴の存在が挙げられます。市場でESG債にプレミアムがつくためには、投資家がESG債に価値を見出せることが必要であり、発行体がESG債の価値をしっかりと訴求していくことが大事だと考えられます。

4. ESG債の外部評価

ESG債には、信用格付けに加えて、外部評価といった通常の債券には存在しない要素が重要な位置づけとなっています。投資家の裾野が拡大すれば、グリーンやソーシャルといったラベリングされた債券に対して、外部評価への依存が進むことも想定されます。そうすると、外部評価の内容が投資家の投資判断に影響を与え、債券価格にも影響が生じることもあり得ます。その意味で、外部評価はESG債の信頼性を高め、市場を牽引する大きな役割を担っていると言えます。

5. ESG債のインパクトレポート

ESG債としての特有の価値は、その目的である環境、社会へのインパクトであり、ESG債を発行・投資する意義は、どれだけ環境問題、社会問題の解決に繋がるインパクトを創出するかにあると言えます。ESG債による社会的インパクトについて積極的に開示を行っていくことで、ESG債投資家以外に対しても発行体としての取組に関する理解を促す機会となると考えられます。

6. グリーンボンドからソーシャルボンドへ

ESG債市場では、グリーンボンドの発行額が早いペースで伸び、各国の発行体の取組みも盛んですが、より幅広い社会課題に取り組む活動に資金を充当するソーシャルボンド

も徐々に広がってきています。ソーシャルボンドの発行は、社会的課題を解決する投資案件の創出と表裏の関係にあります。そのため、社会的課題を直視し、誰がその課題にコミットして資金調達主体(発行体)になるのかを、市場が適切に見極める必要があります。

考えられます。

7. 日本におけるESG課題

日本のESG債市場は、欧米や中国等に比べて、まだ規模が小さい状況です。ESG債が少ない理由は、対象となるプロジェクトが少ないとも推察されますが、一方で、日本には海外とは異なる固有のESG課題があるのではないかと、この見方もできます。日本における代表的なESG課題としては、たとえば、(1)人口減少・少子高齢化、(2)地方経済の停滞と東京一極集中、(3)経済格差と貧困問題、(4)脱炭素化とエネルギー問題、(5)自然災害といったものが挙げられます。

— 次号のお知らせ —

次号は

9月17日(火)

発行予定です。

おわりに

研究会では、ESG債市場が持続的に発展する上で、カギになると思われる要素として、(1)インパクトの追求、(2)市場の育成に向けた取組み、(3)ESG債の商品性の改善・向上、(4)情報の蓄積と共有、が挙げられました。これらについては、政府、発行体、投資家、金融機関といったESG債市場のステークホルダーが自らの課題として捉え、ESG債市場の発展やサステナブルファイナンスの確立に向けた取組みを進めていく必要があると言えます。

サステナブルファイナンスについては、SDGsやパリ協定を踏まえると、2030年や2050年といった長期的な視野に立って取り組むことが求められています。長期投資家の代表的な存在である年金基金も、ESG債の中核的な投資家として、サステナブルファイナンスをめぐる動向も踏まえて、運用を検討することがますます重要になると

このレポートは、年金基金運営および企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営および企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村證券および野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布しております。提供されたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券、野村資本市場研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。

野村証券からのお知らせ

当社で取り扱う商品等へのご投資には、各商品等に所定の手数料等(国内株式取引の場合は約定代金に対して最大1.404%^{*1}(税抜1.3%)(20万円以下の場合)、2,808円^{*2}(税抜2,600円))の売買手数料、投資信託の場合は銘柄ごとに設定された購入時手数料(換金時手数料)および運用管理費用(信託報酬)等の諸経費、等)をご負担いただく場合があります。また、各商品等には価格の変動等による損失が生じるおそれがあります。商品ごとに手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面、上場有価証券等書面、目論見書、等をよくお読みください。

*1,*2 2019年10月1日以降、消費税率10%が適用される分については、*1は1.43%、*2は2,860円となります。

野村証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第142号
加入協会/日本証券業協会、一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 金融先物取引業協会、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会

弊誌の記事はバックナンバーも含めて野村年金マネジメント研究会のホームページでご覧頂けます。当ホームページは、年金スポンサー限定のサービスとなっております。ご利用を希望される方は、次のURLにてご登録をお願い致します。

<http://nenkin.nomura.co.jp>

編集:野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター、野村資本市場研究所

発行:野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター(野村年金マネジメント研究会事務局)

〒100-8130 東京都千代田区大手町2-2-2
アーバンネット大手町ビル

TEL: 03 (6703) 3991 FAX: 03 (6703) 3981

Email: nenkin@jp.nomura.com

このレポートは、年金基金運営および企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営および企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券および野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布しております。提供されたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。