

## プロの羅針盤

# 債券インパクト投資の本質とは

花井ゆき子 ティー・ロウ・プライス・ジャパン 債券運用戦略部長

今年の夏は、全国の平均温度が気象庁の統計開始以来、最も高い水準だったそうで、本当に暑い夏でした。投資の世界でもESG（環境・社会・企業統治）への取り組みが始まっていますが、気候変動を肌で感じ、対応が急がれる「待ったなし」の状況であることを痛感します。

グリーンボンドは資金使途を環境改善効果のある事業に限定して発行される債券です。世界全体での発行額は、気候変動問題に関する国際的な合意文書である「パリ協定」が採択された直後の2016年の850億米ドル程度から、足元では年間5000億米ドル前後にまで発展してきました。約2兆米ドルの市場は、米国ハイイールド債券市場を超える規模です。

日本国内の債券市場でも2.5兆円を超えるグリーンボンドが発行されており、最近では海洋の環境配慮型事業に使途を限定した「ブルーボンド」の発行なども見られます。

### ■広がる債券インパクト投資

ESG投資には、除外リストを利用した手法や、持続的な社会への取り組みを実施する企業への投資など、様々なスタイルがあります。その最終形として捉えられるのが、インパクト投資です。環境や社会に対してプラスの「インパクト」を与えることを意図する投資で、その対象は、環境テクノロジーや次世代エネルギーの開発に取り組むようなベンチャー企業の未公開株式が先行しました。

近年では上場株式や公募債を対象とする運用も拡大しています。インパクト債券投資ファンドの残高は775億米ドル程度という集計があり、債券にとって厳

しい市場環境となった22年にもこれらのファンドには資金インフローが見られました。

公募債を投資対象とする債券インパクト投資は、投資ユニバースが広く、対象となる企業の事業スケールも大きいことから、潜在的なインパクトの規模も大きく、影響力が期待されます。具体的な環境プロジェクトや社会貢献への投資が可能で、そのインパクトを特定し、継続して測定することで、その効果を確実なものとしします。

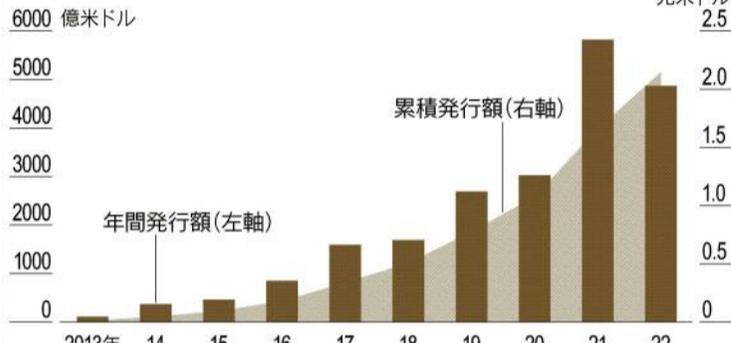
インパクト投資が社会に浸透し影響を与えるためには、投資として魅力的であることが重要であり、投資の経済的リターンをギブアップすることなく運用すべきであると考えます。それには、グリーンボンドやソーシャルボンドなどに投資対象を限定せずに、様々な発行体の幅広い取り組みをボトムアップで調査・分析し、柔軟な銘柄選択で、アクティブに運用することが求められます。

そもそも環境や社会にポジティブなインパクトを与える企業には、資本調達力、競争力、そして計画遂行力などがあり、投資の経済的リターンの観点からも優位性があります。しかし、ESG以外の理由や市場環境によって債券が割安・割高となる局面があるため、これらの社債としてのバリュエーション判断能力が必要となります。

インパクト投資で、環境・社会へポジティブなインパクトを創出しながら、経済的なリターンも追求するためには、インパクト分析もボトムアップ、社債分析・評価もボトムアップで実施する必要があります。

ここ数年の債券に厳しい投資

### グリーンボンドは10年で2兆米ドル市場に



出所 Broadridge Global Market Intelligence.2022年12月末時点。ファンドのみの集計値で個別運用は含まず。ファンド・オブ・ファンズやMMFを除く

環境下、インパクトクレジット債運用で超過収益を獲得している戦略もあります。市場が拡大する中で、ESG投資でもアルファを追求できるという認識が広がることが期待されます。

### ■計測と報告の重要性

また、インパクト投資が受け入れられるためには、インパクトの計測とその報告体制が重要です。独自のインパクト目標やESG関連目標を掲げている機関投資家も多く、運用会社からの資産に関する透明性のある報告が欠かせません。

インパクトを測定するためには、重要評価指標（KPI）の定義が必要です。インパクト投資アナリストのボトムアップ分析により、発行体の取り組みの進展を測るKPIを把握・定義し、インパクト目標に対する企業や事業の進捗状況を投資家に報告します。

それぞれの銘柄について、そのインパクト・テーマはなにか？その影響を享受する対象は何か？どのぐらいの規模の成果が生み出されて、リスクは何か？このような項目を一つ一つ丁寧に分析する専門的な知識と分析力が必要です。明確なアプローチで投資対象のインパクト投資としての適合性を判断し、イン

パクトの効果をフォワードルッキングな視点で見極め、これを計測していきます。

例えば、国際復興開発銀行（IBRD）が22年3月に発行した野生動物保護債券では、調達資金が南アフリカのクロサイの保護に使われます。ティー・ロウ・プライスは、そのインパクト・テーマを生物多様性の維持と教育・職業訓練と位置付けています。そしてKPIはクロサイの数、増加率、保護投資への実際の支払額、地域の雇用数などです。これらの計測を継続することで健全なエコシステムの促進と、南アフリカ地域社会への就業機会創出を後押しします。

### ■対話によるインパクト推進

インパクトの推進には、積極的なエンゲージメント（対話）も欠かせません。債券運用でエンゲージできるのか？という心配もあるでしょう。特に株式運用部門を併設する運用会社には、積極的な協働による発行体企業へのアクセスに優位性があるでしょう。一方で、インパクト分析においては、責任投資の専門家が、発行体企業のESG専門の担当者と直接、専門的な見地から意見交換を行うケースも多く、資産クラスを超えたエンゲージメントも行われます。



はない・ゆきこ 慶大法卒。オリックス、三井住友信託銀行ロンドン支店、米アライアンス・バーンスタインを経て2017年米ティー・ロウ・プライス入社。債券部門のスペシャリストとして投資戦略を立案。運用経験は27年を超える。

また、債券市場で存在感を持つアクティブ運用者なら、発行体企業や自治体から、債券の発行条件や報告事項に関してアドバイスを求められるケースもあります。実際、ティー・ロウ・プライスでも南米の銀行から、低所得層向けローンを促進するソーシャルボンドの発行条件について意見交換を求められエンゲージメントを実施しています。インパクト投資の対象となるための債券の構造や発行条件、インパクトの開示方法などを議論しました。

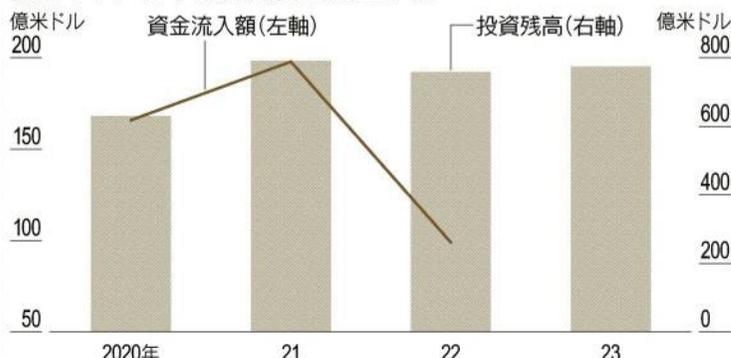
当社では、独自のインパクト投資のフレームワークを構築しているからこそ、有効なアドバイスができたと考えています。資金循環の仲介機能を果たす運用会社として、企業に対して厳しい選別態度を持つとともに、社会への責務を共に果たすパートナーとして、双方向のエンゲージメントを続けていくことが重要でしょう。

脱炭素化の推進には巨額の設備投資が必要で、市場メカニズムを活用して進めることが求められます。年金などを通じて個人の資産がすでに持続可能な社会への取り組みに投資され始めています。結果が出るまでに時間を要する事業もあります。一時のトレンドに惑わされることなく、強靱（きょうじん）で「へこたれない」姿勢で取り組むことが必要です。個々人が運用資金の使われ方に興味をもち、問い続けることが社会にプラスのインパクトを与えるでしょう。



風力発電など再生可能エネルギーのインフラ拡大にもグリーンボンドは活用されている＝ロイター

### 債券インパクト投資残高と資金フロー



出所 Broadridge Global Market Intelligence.23年は1~6月。ファンドのみの集計値で個別運用は含まず。ファンド・オブ・ファンズやMMFを除く