

債券市場における SDGs債の拡大とチャレンジ



みずほ証券

サステナブル・ファイナンス室 室長
アシスタントヴァイスプレジデント
シニアプライマリーアナリスト

伊井 幸恵
鈴木 脩
香月 康伸

1. SDGs債とは

「ESG」、「SDG」、あるいは「グリーンボンド」といったキーワードを見かけない日はない。

かつてのCSRからESG、そしてSDGsへとテーマが広がるにしたがい、その目的は成熟し、関係者も多様化している。企業活動の社会的

責任を表明するCSRは、企業側からのワンウェイ（一方向）の表明の性格が強い。それに対して、「環境」「社会」「ガバナンス」の3つの視点に着目するESGは、それぞれの視点から投資家・金融市場が企業を積極評価するツーウェイ（双方向）の活動となった。そして、2006年に国連が提唱したSDGs（持続可能な開発目標）は、金融市場のみならず、様々なステークホルダーから評価される「企業経営そのもの」の性格を帯びるようになった。

冒頭の3つのキーワードの関係をひと言で単純化すれば、「SDGsはゴール。そのためのプロセスがESG。そしてESGのなかで、調達資金を環境プロジェクトに充当するために発行する債券がグリーンボンド」といえるだろう。

債券市場には、グリーンボンドだけではなく、ソーシャルボンド、サステナビリティボ

〈目 次〉

1. SDGs債とは
2. ESGからSDGs債へ
3. 急拡大するSDGs債市場
4. 投資家の投資スタンスの積極化
5. ルール厳格化と市場拡大のトレードオフ
6. トランジションボンドの期待
7. SDGs債の次の挑戦は開示と対話

ンドといった名称の債券も発行・流通している。ソーシャルボンドは、調達資金が貧困、教育、あるいは女性活躍のエンパワーメントなど、社会的課題解決のためのプロジェクトに充当される債券、そしてサステナビリティボンドは、グリーンとソーシャル両方のプロジェクト、あるいは両方の性格を有するプロジェクトに充当される債券をいう。

一般に、こうした債券の総称に関するコンセンサスはない。したがって、ESG債、サステナブル債など様々な名称が使われているが、本稿では総称として「SDGs債」と表現することとしたい。

■ 2. ESGからSDGs債へ

初めてESGという言葉を目にしたとき、環境と社会とガバナンスの3つに何の関係があるのか、疑問を持った読者も多いだろう。一見無関係に見えるが、1つだけ共通点がある。「財務諸表には掲載されていない」点である。つまり、ESG投資の本質は、損益やキャッシュフロー、あるいはバランスシートの強弱だけで投資判断を行うのではなく、財務諸表では表現されていない企業のESGの取り組みも重視して投資判断を行うべきというものである。行き過ぎた「株主至上主義」のアンチテーゼとしての性格があるといえよう。実際に、ESG投資は株式市場で急速に普及したわけだが、時間を置いて、債券市場でも急速に浸透することとなった。債券市場でESG投資とい

った場合、2つの流れがある。1つは、株式投資と同様に、ESGの視点で企業（発行体）を評価・スクリーニングし社債の銘柄選別の材料にする、いわゆる「インテグレーション」。そしてもう1つが、調達資金をグリーンやソーシャルなど、限定したプロジェクトに充当する債券であるSDGs債への投資である。

グリーンボンドという名称の債券は以前から存在した。しかし、特に定義はなく、環境プロジェクトのための資金調達を標榜すれば、発行体は自由にグリーンボンドを名乗ることができた。しかし、ESGの概念が市場に浸透し、環境問題に世の中の関心が高まるなか、グリーンボンドで調達した資金が実際に約束どおり使われたのか、その結果、どの程度の環境改善効果が達成されたのかを確認すべきとの機運が高まった。環境事業と関係のない資金に充当された、あるいは当初期待された環境改善効果がみられない。こういった不完全なグリーンボンドのことを「グリーンウォッシュ」と呼ぶが、グリーンウォッシュを回避するためにも、一定の基準、ルールを策定する動きが生じた。

2012年にCBI（Climate Bonds Initiative）がグリーンボンドの基準となるCBS（Climate Bonds Standard）を、そして2014年に国際資本市場協会（ICMA：International Capital Market Association）がグリーンボンド原則を策定。ICMAは2年後の2016年にソーシャルボンド原則を、そして翌2017年にはサステナビリティボンド・ガイドラインを公表する

ことになるが、ICMAの原則が登場したことによって、SDGs債の発行額が世界的に急増することとなった。

ICMAの原則で示された「核となる4つの要素」、すなわち①調達資金の用途、②プロジェクトの評価と選定のプロセス、③調達資金の管理、そして④レポートの開示充実を求めることで、それまで定義が曖昧であったグリーンボンド・ソーシャルボンドの発行に関する透明性と客観性を担保することとなった。

そして、これらの要素を満たしているか、組織的に対応されているかを外部の確認機関がレビューを行うことで、グリーンボンド、ソーシャルボンドという「ラベルが貼られる」ことになった。外部レビューの例としては、①セカンド・パーティ・オピニオン、②検証、③認証、④グリーン・ソーシャルスコアリング／格付の4つの形態がICMA原則では推奨されている。

また、日本で事業を行っている代表的な確認機関としては、Sustainalytics、Vigeo Eiris、DNV GLといった海外の機関、そしてJCRとR&Iの国内の格付会社が挙げられる。2019年度の国内SDGs債の件数ベースのシェアは、JCRが36%、R&Iが22%、Sustainalyticsが19%、DNV GLが14%、そしてVigeo Eirisが4%となっている。

なお、ICMAの原則はあくまで透明性や情報開示に焦点をあてており、資金用途を限定するものではない。一方、CBIの基準（CBS）は、資金用途がパリ協定の目標達成に対して十分かどうかを検証するための基準であり、

プロジェクトごとに基準値が設定されるなど、ICMAのグリーンボンド原則より厳格なものとなっている。

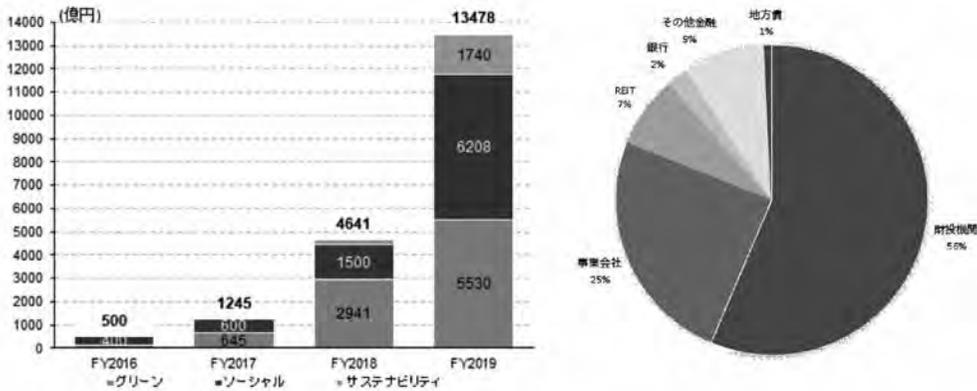
また、ICMAは毎年原則の改定を行っているが、2018年の改定では「SDGsマッピング」が追加された。つまり、SDGs債の適格プロジェクト選定においては、17のSDGsのゴールの何番に該当するのか、レビューにおいてはSDGsのゴールにどの程度貢献できたのかを示すといったものである。ESG投資やインパクト投資の手法として、SDGsの観点からみたパフォーマンスの追求を行う投資家層が広がりつつあることが背景とされ、それ以降のSDGs債では、SDGsのゴールを使って説明されるのが一般的となっている。

■ 3. 急拡大するSDGs債市場

グローバル市場におけるSDGs債の発行は、2007年に欧州投資銀行が発行した、「Climate Awareness Bonds」が嚆矢とされている。起債額は、2010年代に入って徐々に伸び始め、2014年にICMAがグリーンボンド原則を公表したことを皮切りに、現在の形の「ラベルを貼った」SDGs債市場が世界的に急拡大した。

ブルームバーグのデータによると2019年は3,000億ドルをこえるSDGs債が起債された。種類別では、グリーンボンドが全体の約80%を占め、ソーシャルボンドが15%、サステナビリティボンドが5%となっている。地域別で見ると、欧州が最も多く、中国、米国、韓

(図表) 国内SDGs債の発行額推移と業態別内訳



国と続き、日本は5位となっている。

国内発行体によるSDGs債の発行は、グリーン債券では2014年に日本政策投資銀行のユーロ建てグリーン債券が、ソーシャル債券では2016年の国際協力機構債が嚆矢となる。

2017年には環境省がICMA原則に準拠した「グリーン債券ガイドライン」を策定し、「グリーン債券発行モデル創出事業」、2018年に「グリーン債券発行促進体制整備支援事業（補助事業）」を開始することでマーケット育成を支援したこともあり、国内SDGs債市場の拡大が加速した。なお、環境省は2020年3月に「グリーン債券ガイドライン2020年版」の改訂と同時に、「グリーンローン及びサステナビリティ・リンク・ローンガイドライン2020年版」を公表している（注1）。

2019年度の国内発行体による円貨建てSDGs債の起債額は、1兆3,478億円と、前年度比2.9倍の増加となった。種類別では、グリーン債券が41%、ソーシャル債券が46%、

13%がサステナビリティ債券となっている。

発行体を業種別で見ると、財投機関債が56%と最も多く、事業会社が25%、その他金融が9%、そして投資法人債が7%と続く。財投機関債が特に目立つのは、そもそも事業の役割がSDGsと親和性が高いこと、そして、起債ごとに対象事業について外部レビューを取得するのではなく、事業全体のフレームワーク型で外部レビューを取得し、継続的にSDGs債を発行していることが寄与している（注2）。

国際金融市場におけるSDGs債の盛り上がりはもはや潮流であり、一過性のブームでは済まないだろう。背景には、社会的要請を受けたルールの変化、気候変動リスクの現実化、そしてユニバーサルオーナーの運用方針見直しなど様々な要因が複合的に発生していることがある。2006年に国連が提唱した責任投資原則（PRI：Principles for Responsible Investment）、気候関連財務情報開示タスクフォース（TCFD：Task Force on Climate

- related Financial Disclosures)、各国金融当局・中央銀行で構成される金融当局気候変動ネットワーク(NGFS: Network for Greening the Financial System)、スチュワードシップ・コードの改定。そして今年2月には、オランダの最高裁判所が政府に温室効果ガスの削減強化を命じる判決を下したこと(環境NGOと市民が原告)など、環境の変化を挙げれば枚挙に暇がない。また、日本の債券市場に関しては、GPIFが債券ESG投資に関して積極的に発信を続けていることも、債券投資家の機運醸成に繋がったことはいまでもない。

■ 4. 投資家の投資スタンスの積極化

みずほ証券金融市場調査部は、国内機関投資家を対象とした「投資家動向調査」を定期的実施しているが、昨年6月と今年3月には「SDGs債に対する投資スタンス」を調査項目に含めた。

この2時点の推移をみると、SDGs債への投資実績が「ある」との回答は35%から49%に増加。また「これから投資する予定」との回答が6%から12%に増加した。つまり、現状、約6割の機関投資家がSDGs債投資に前向きとなっていることがうかがえる(「今までも今後も投資する予定はない」という回答は36%から22%に減少)。

国内SDGs債に特有の慣習として、投資家がSDGs債への投資実績を対外的に公表する「投

資表明」が挙げられる。国内初のソーシャルボンドとなった2016年9月の国際協力機構債に対する投資表明が最初であったが、その後、SDGs債の起債増加にともない投資表明を実施する投資家数は増加し、2019年末時点で約500社の投資家が投資表明を行っている(金融機関と非金融機関をあわせた合計。みずほ証券調べ)。

投資家動向調査では、この投資表明に関する設問も設けているが、「投資表明をした(する予定)」が35%から60%に大幅に上昇した一方で、「投資表明をしていない(しない予定)」が44%から28%に低下しており、投資表明への姿勢が積極化していることが確認された。

これは、SDGsへの投資理由とも関係があるろう。SDGsの投資理由として、全体の56%を占め、最も多く選ばれたのは「社会的意義が高いため」という項目であった。

なお、同じ発行体が発行する通常の債券とSDGs債とでは、価格の差は市場では観測されていない。つまり、発行体、投資家双方とも、一定のコストを負担した上で取り組んでいることになる(発行体は確認機関に支払う費用やレビューの事務負担が、投資家はSDGs債としての投資判断のプロセスやモニタリング等の体制整備が必要になる)。

■ 5. ルール厳格化と市場拡大のトレードオフ

世界的にSDGs債市場が拡大しているとはいえ、まだ成熟した市場とはいえ、初期の

発展段階にあるといってもよい。そのため、継続的なルールの改定は現在進行形であり、新しいスキームの登場といったイノベーションも続くことになるだろう。グリーンウォッシュを回避するためルールを厳格化するのは容易いが、市場の拡大・効率化とのトレードオフをどこに見出すかは悩ましい。

国際エネルギー機関（IEA）の試算では、パリ協定の「2℃目標」の達成のため電力部門を脱炭素化するには、2016年から2050年までに約9兆ドル、建物・産業・運輸の3部門の省エネを達成するには、2016年から2050年までに約3兆ドルの追加投資が必要としている。また、国連貿易開発会議（UNCTAD）の試算では、2030年までにSDGsを達成しようとする、年間5～7兆ドル、途上国のみでも年間3.3～4.5兆ドルの資金が必要とされる。

こうした膨大なプロジェクトを達成するには、大規模な民間資金の導入は必要不可欠であるわけだが、ルールを厳格化しすぎると市場の発展を阻害する本末転倒な結果を招きかねない。

国や地域によって、環境問題の意識も違えば、エネルギー政策の諸条件も異なる。こうした議論はグリーンボンド市場にも無風ではない。

厳格化の流れで代表的なのが、グリーンボンド基準の作成を目指している欧州である。EUにおける自主的な基準と位置づけられるとはいえ、最も市場規模が大きく、投資家層も多様な欧州の動きを軽視することはできない。

欧州委員会は、2016年12月に、主に金融機関、市民社会や学識経験者からなるHigh-

Level Expert Group on Sustainable Finance（HLEG）を立ち上げ議論を行ってきた。そして、2018年3月、HLEGの報告を受け、欧州委員会は「サステナブルファイナンスアクションプラン」を発表。その施策の1つとして、サステナブル投資の共通の定義であり、EUの統一的な分類システムとしての「EUタクソノミ」の策定が示された。まずは「気候変動緩和」と「気候変動適応」に係るタクソノミを、2021年末から適用開始することが予定されている。グリーンボンドの資金用途は、このEUタクソノミと整合的でなければならなくなるため、ここに分類されない事業を対象にグリーンボンドを発行することが困難になる可能性が懸念される。また、外部評価機関の「認定」を条件としている点において、現状より厳格な基準になることが市場で意識されている。

6. トランジションボンドの期待

ルール厳格化の流れがある一方で、現実的な対応を目指す動きも存在する。その1つが、現在はブラウンであっても、発行体がグリーンへの移行戦略を明確にし、CO2の削減効果が期待できるプロジェクトに充当する「トランジションボンド」である。定義については、現在国際的に議論されている段階であるが、現時点でのおおよその考え方としては、「グリーンボンドの適格プロジェクトに該当しなくても、パリ協定に基づく低炭素経済・社会

への移行に貢献するプロジェクトを気候変動移行関連事業（トランジションプロジェクト）として、その資金調達として発行する債券」とされる。脱炭素社会実現への「移行（トランジション）」のための活動との位置づけであり、対象のプロジェクトとしては、石炭からガスへの転換、コージェネレーション、航空機向け代替燃料、ガス稼働船舶などが想定される。

2019年6月、仏保険大手アクサの運用子会社アクサ・インベストメント・マネージャーズは独自の「トランジション・ボンド・ガイドライン」を策定した。基本的な構成は、ICMAグリーンボンド原則の4つの核となる要素を参照しているが、対象とする資金用途には、上述のように、炭素回収貯蔵や、ガスコージェネレーション等のCO2排出削減に資するプロジェクトなどが含まれ、これらの債券への投資を通してグリーンへの「移行」を促すことができるものとしている。その他のグリーンボンド原則に明示されていない要素として、発行体の環境に関わる戦略の提示が求められている点が挙げられる。ガイドラインのなかでは、自社のビジネス・モデルや将来戦略の文脈において「移行」が意味するものを明確に投資家に対して伝達するとともに、トランジションボンドが移行戦略のなかで整合的であること、移行戦略における短期・長期の環境目標を設定すべきであるとされている。

トランジションボンドはすでにクレディ・アグリコル、欧州復興開発銀行（EBRD）、香港のキャッスル・ピーク・パワー・ファイ

ナンス、そして英国最大のガス配送ネットワークCadentなどからの発行実績がある。ICMAは2019年9月にClimate Transition Finance Working Groupを立ち上げ、CBIもトランジションのフレームワーク作成に関するイニシアチブを開始しており、近い将来、一定の指針が示されることが期待されている（注3）。

ここで、トランジションボンドを巡る論点を整理しておきたい。

指摘されるデメリットの代表例は「ロックイン」の問題であろう。つまり、CO2排出のプロジェクトが長期間、固定化されることになる点である。例えば、石炭火力発電からガス火力発電への切り替え自体は、削減効果もありトランジションといえても、結果的に耐用期間の長期に亘りガス火力発電を稼働することに繋がる。

一方、メリットとしては、発行体やグリーン性商品の多様化、曖昧だったグリーンとブラウンの境界線の明確化などが指摘されるが、CO2削減に向けた実効性の観点からは、ブラウン企業がグリーン企業に転換していくことのインパクトの大きさに期待が寄せられる。

■ 7. SDGs債の次の挑戦は開示と対話

トランジションボンドを巡る関心の高まりと軌を一にするのが、債券市場におけるエンゲージメントであろう。株式市場では、投資家と企業が建設的な対話を通して企業価値の

向上を目指すエンゲージメントが浸透しているが、最近では、債券投資家の間でもエンゲージメントへの関心が高まっている。社債は償還があり、また社債権者は議決権を持たない立場から、エンゲージメントとは無縁と考えていた債券投資家の変化は、SDGs債市場のメンタリティーの変化を象徴しているといえよう。つまり、ボンドの色ではなく、発行体の色が問われはじめようとしている。発行する債券はグリーンでも、そもそも発行体自身は何色なのか、あるいは何色になろうとしているのか。

この議論は、もともとスペインの石油会社レプソルが、5億ユーロのグリーンボンドを発行した2017年に遡る古くて新しい議論である。効率化投資や再生可能エネルギー事業を切り出してグリーンボンドを発行しても、そもそも本業が排出事業である点を一部の投資家から指摘された。ブラウン企業が発行するグリーンボンドは、本当に緑色なのか？

この命題に対するチャレンジが、トランジションボンドと債券エンゲージメントであろう。いずれも、発行体のファースト・オピニオン（SDGsに対する経営理念や中長期目標）が問われ、そのプロセスとしてのSDGs債という位置づけが明確になりつつある。つまり、確認機関からオピニオンや認証を取得し、ラベルを貼ることに注力した黎明期を過ぎ、次のステージでは、何のためにSDGs債を発行するのかがより重要な論点として浮上することになるであろう。投資家は、自分たちの投資行動が、どの程度の環境改善や社会課題の

解決に結実したのかの開示をより強く求めることになるだろう。発行体は、そのニーズに対して対象プロジェクトに関するレビュー、インパクトの開示の充実を図ることが、安定調達条件となっていく。質と量の両面でSDGs債市場が発展していくために、市場参加者のチャレンジは続く。

(注1) グリーンプロジェクトに対しては、債券だけではなく融資による資金供給も重要である。環境省は、グリーンローン及びサステナビリティ・リンク・ローンの普及促進を目的として、ローン・マーケット・アソシエーション（LMA）等により2018年に策定されたグリーンローン原則及び2019年に策定されたサステナビリティ・リンク・ローン原則との整合性に配慮しつつ、「グリーンローン及びサステナビリティ・リンク・ローンガイドライン」を、グリーンボンドガイドラインの改定に併せて策定した。サステナビリティ・リンク・ローンとは、資金使途を限定しない一方、環境や社会課題の持続可能性に関するパフォーマンス目標（Sustainability Performance Targets/SPT）を設定する調達手段である（ボンドの形態も可能）。SPTの達成状況に応じてインセンティブ付けを行うのが特徴であり（例えば、未達成の場合にクーポンのステップアップ）、ESG経営をファイナンスの側面から規律付けするものである。

(注2) 外部レビューの取得には、資金調達の都度、対象プロジェクトを限定して外部レビューを取得するものと、適格プロジェクトの事業ポートフォリオ全体（資金勘定すべて）でレビューを取得し、以降、その範囲での資金調達はすべて外部レビューを取得したものとみなすケースがある。後者をフレームワーク型という。

(注3) 経済産業省は2020年3月30日に「クライメート・トランジション・ファイナンスの考え方」をとりまとめ、我が国の考え方を国際社会に向けて発信している。