

アフターコロナの サステナブルファイナンス



野村資本市場研究所 野村サステナビリティ研究センター長

江夏あかね

■ 【新型コロナウイルス感染症 問題で一変したサステナブル ファイナンス】

— 目 次 —

【新型コロナウイルス感染症問題で一変したサステナブルファイナンス】

【コロナ禍で顕在化した4つの論点】

- (1) ソーシャルボンドの存在感の向上
- (2) ESGの再定義
- (3) ESGの「S」の要素に関連する金融規制・監督、開示の強化
- (4) グリーンリカバリー

【アフターコロナにおける2つの焦点】

- (1) 新金融商品の開発
- (2) インパクトの創出

【アフターコロナの持続可能な社会の実現に向けて】

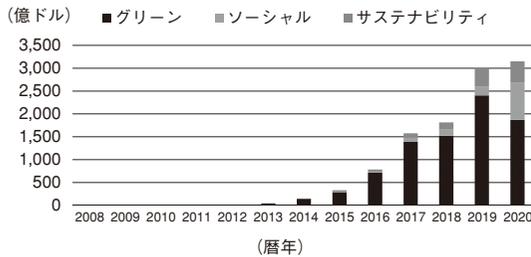
2019年末頃から流行が始まった新型コロナウイルス感染症は、感染患者が世界各国に急拡大し、世界経済・社会に甚大な影響を及ぼした。環境・社会・ガバナンス（ESG）やサステナブルファイナンスにおいては、重要性には変化がないものの、サステナブルファイナンス関連の金融市場では、これまでと異なる発展を遂げる兆しが見られている。本稿は、コロナ禍で顕在化した4つの論点と、アフターコロナにおける2つの焦点を論考する。

■ 【コロナ禍で顕在化した4つの論点】

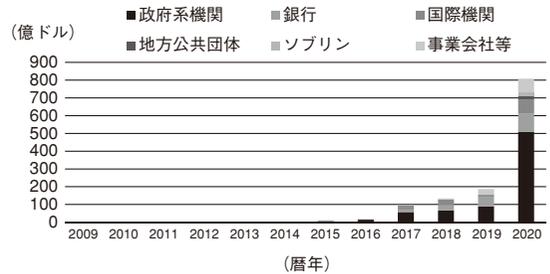
サステナブルファイナンスではこれまで、例えば感染症対応を目的とした金融商品としては、これまでも予防接種のための国際金融ファシリティ（IFFIm）のワクチン債や世界銀行のパンデミック債等は存在したが、今般の新型コロナウイルス感染症のように先

(図表1) 世界のSDGs債及びソーシャルボンドの発行状況

世界のSDGs債の種類別発行額の推移



世界のソーシャルボンドの発行体セクター別発行額の推移



(注) SDGs債の発行額(2020年は9月末時点)は、ブルームバーグによるグリーンボンド、ソーシャルボンド及びサステナビリティボンドの判定基準に基づく。米国地方債及び証券化商品を除く。ドル換算ベース。

(出所) ブルームバーグのデータを基に、野村資本市場研究所作成

進国を含めて急拡大する状況を想定していたわけではない。コロナ禍で顕在化した主な論点としては、(1) ソーシャルボンドの存在感の向上、(2) 環境・社会・ガバナンス(ESG)の再定義、(3) ESGの「S」(ソーシャル)の要素に関連する金融規制や監督の強化、(4) グリーンリカバリー、が挙げられる。

(1) ソーシャルボンドの存在感の向上

ソーシャルボンドは、社会的課題への対処に向けた事業を資金用途とする債券であり、調達資金が持続可能な開発目標(SDGs)に貢献する事業に充当されるSDGs債の一種である。

グリーンボンド、ソーシャルボンド及びサステナビリティボンドといったSDGs債の発行は近年、グリーンボンドが中心だったが、2020年1~9月の発行額の内訳を見ると、ソーシャルボンドの発行が全体の4分の1程度

にまで伸びている(図表1参照)。

これは、①新型コロナウイルス感染症問題に伴う金融市場の混乱の中でのグリーンボンドの発行が一時的に鈍化、②国際金融公社(IFC)及び国際資本市場協会(ICMA)が2020年3月、オランダの外部評価機関のサステナビリティクスが2020年4月にそれぞれ新型コロナウイルス関連ソーシャルボンドの資金用途等の考え方を整理・公表、③ICMAが新型コロナウイルス感染症問題も踏まえたソーシャルボンド原則(SBP)の改訂版を2020年6月に公表したこと等が後押ししたと考えられる(注1)。

一方、発行体セクターについても、新型コロナウイルス感染対応を行う地方公共団体、ソブリン、医療機器・医薬品メーカー等にも広がる傾向が見られる。今後については、新規の発行体の参入等も背景に、発行国や発行通貨についてもより多様化が進むことが想定

される。

(2) ESGの再定義

今般の新型コロナウイルス感染症は、伝統的に根付いてきた様々な価値観・理念を変化させる契機となっている。例えば、①人々の暮らしという意味では、消費行動や購買内容、社会的距離の概念を踏まえたコミュニケーションの取り方の変化、②企業経営という意味では、サプライチェーン、財務基盤及び事業継続計画（BCP）の見直し、在宅勤務等の導入を通じた社員の働き方の多様化、デジタル変革（DX）を踏まえた経営体制の整備等がシナリオとして顕在化しつつある。そして、これらの取り組みを通じた新しい価値観・理念を踏まえて、企業や投資家が新たなESGの定義を模索することになる。

例えば、責任投資原則（PRI）の事務局機能を担う国際連合のPRIは2020年3月、投資家が新型コロナウイルス感染症危機に対応するために取るべき7つのアクションを公表している^(注2)。特に、最初のアクションとして、危機管理に失敗している企業との対話を促しており、失敗している企業の例として、労働者の健康や金銭面での保障を確保できない企業や、役員報酬や株主への短期的な利益を優先している企業を挙げているように、企業に対して、ESGの中でも従来以上に「S」や「G」の要素も意識した危機対応を行うことを促している。

PRIの署名機関はPRIが提唱された2006年

当初から増加しており、2020年3月末時点の署名機関数は3,038、運用資産残高（AUM）総額が約103.4兆ドルに上るなど、影響力を増している。本アクションでは、投資家との対話（エンゲージメント）をESG投資のアプローチに据えているが、他の手法（ネガティブ・スクリーニング、インテグレーション等）でも、再定義されたESGを意識した経営を行う企業を選別する動きが顕在化する可能性がある。また、サステナビリティ・テーマ投資の一環で、再定義されたESGに対し適切に配慮した企業が発行するソーシャルボンド等に投資する投資家も増加することも想定される。

(3) ESGの「S」の要素に関連する金融規制・監督、開示の強化

サステナブルファイナンスをめぐるのは近年、金融規制や監督にESGの要素を取り込む動きが見られるが、ESGの要素全般に焦点を当てる、あるいは「E」の要素に焦点を当てる形で取り込むのが中心であった。

例えば、ESGの要素全般に焦点を当てた金融規制の見直しとしては、欧州連合（EU）で2019年12月に成立したベンチマーク規則改正法で、「E」の要素に焦点を当てた気候ベンチマークの導入に加え、金融指標におけるESGに関する開示要件の追加や努力規定が盛り込まれた。加えて、EUで同年同月に成立した、金融市場参加者等を対象としたサステナビリティ開示規則では、投資価値に多大な

負の影響をもたらす可能性のある、ESGに関する事由又は状態をサステナビリティ・リスクとして捉え、同リスクの考慮等の開示を促した。さらに、欧州銀行監督機構（EBA）も同年同月、自己資本規制におけるESGリスクの反映に関する検討スケジュールを明らかにしている。

一方、「E」に焦点を当てたものとしては、①EUで2020年6月に成立し、同年7月に施行された、環境目的に資する経済活動を示したタクソノミー規則、②オランダや英国の中央銀行による金融セクターを対象とした気候変動リスクへの耐性を測るストレステストの取り組み、③香港金融管理局（HKMA）による、銀行の気候変動対応を評価するための共通フレームワーク創設や、気候変動対応に係る監督上の要件等の設定に向けた取り組み、等が挙げられる。また、気候関連のリスク、機会、財務的影響の開示を企業に促す気候関連財務情報開示タスクフォース（TCFD）の最終報告書に基づく開示は、一部の国・地域で規制化に向けた動きも観察される。

今般の新型コロナウイルス感染症問題を通じて、金融当局は「S」の要素にも着目した規制や監督を強化する可能性がある。諸外国では既に、新型コロナウイルス感染症問題に伴う影響に関する開示を促す動きが出始めている。例えば、欧州証券市場機構（ESMA）は2020年3月、新型コロナウイルスの感染拡大に伴う金融市場への影響を注視する姿勢を示すと共に、発行体による同感染症に伴う影

響の開示等を推奨している（注3）。また、企業の情報開示に関しても、米国、英国、オーストラリアの企業開示関係主体が、ガイダンスや声明を通じて、企業が現状で入手できる情報を利用し、新型コロナウイルスの感染拡大が与える影響を分析し、速やかに説明を開示することや、流動的な状況の中でも情報を随時更新し、見方に変化が生じれば、その時点で速やかに情報を提供することの重要性を示している。これらの開示促進の動きを通じて、事業会社や金融機関における「S」の要素に係る経営・財務上のリスクや機会の考え方が整理されると共に、「S」の要素に関連する事項が金融システムの安定性に影響を及ぼすような事態を回避すべく、金融規制・監督、開示の見直し・強化等が行われることもあり得る。

もっとも、「E」の分野でも、気候変動以外で海洋プラスチック問題や新型コロナウイルス感染症に伴い生物多様性等のリスクが顕在化している。生物多様性は、地球上の再生可能な天然資源と再生できない天然資源（植物や動物、大気、土壌、鉱物等）のストックを指す自然資本の重要な要素である。このような中、自然資本に関するリスクと機会が財務に及ぼす影響を評価することを目的として、2020年9月に開催された国際連合総会のイベントで「自然関連財務情報開示タスクフォース（TNFD）」の非公式作業部会が発足する等、「E」関連でも新たな動きが見られている。

(4) グリーンリカバリー

国際通貨基金（IMF）は2020年10月、世界経済の2020年の成長率を-4.4%とする予想を公表した（注4）。これは、リーマンショック後の2009年（-0.1%）に比して厳しい水準であり、回復に時間を要することもあり、経済損失が2025年までに合計28兆ドルに膨らむとの見通しが示された。

一方、国際エネルギー機関（IEA）は2020年4月、新型コロナウイルス感染症問題に伴い、2020年の世界の二酸化炭素（CO₂）排出量が前年比8%減になるとの予測を示した（注5）。国際連合開発計画（UNDP）は2019年11月、1.5℃目標（注6）を実現するためには、2020~2030年の間に毎年7.6%のCO₂排出量の削減が必要との分析を公表しており、毎年の必要削減量は前述のIEAの2020年の排出量減少予測とほぼ同水準となっている（注7）。その意味では、低炭素経済社会への移行（トランジション）に向けて、世界が引き続き取り組む必要があると言える。

そのような中、2020年春頃から世界各地で謳われているグリーンリカバリーは、新型コロナウイルス感染症に伴い打撃を受けた経済を、環境に配慮し、トランジションも踏まえながら復興する手立てとして注目を集めているものである。例えば、IEAは2020年6月、低炭素電力の促進等を通じて世界全体で2021~2023年に毎年追加的に1兆ドルの官民投資が必要だが、その投資は世界の経済成長を年間1.1%ポイント上昇させ、その後の世界経

済に長期的な便益をもたらすとの見通しを公表している（注8）。そして、英国の独立調査機関であるVivid Economicsによると、G20諸国の新型コロナウイルス感染症対応のための景気刺激策（約12.7兆ドル）のうち、3割程度に当たる約3.5兆ドルが環境関連のためとされている（注9）。

グリーンリカバリー関連では、欧州連合（EU）による積極的な取り組みが際立っている。欧州委員会は2019年12月、脱炭素と経済成長の両立を図ることを目的とした工程表である「欧州グリーンディール」を打ち出し、2020年3月には域内の温室効果ガスの排出量を2050年までに実質ゼロとする目標を法制化する気候法案を公表している。その後、特別欧州理事会（EU首脳会議）では2020年7月、新型コロナウイルス感染症問題からの復興計画を盛り込んだ総額1兆8,243億ユーロの次期EU7ヵ年予算（多年度財政枠組み、MFF、1兆743億ユーロ）及び「次世代EU」と題した復興基金（7,500億ユーロ）が合意に至り、経済復興に併せて、デジタルや気候変動対策の促進、レジリエンスの向上が強調された（注10）。なお、復興基金の資金調達には、主に2024年までに債券発行を実施する予定となっており、フォンデアライエン欧州委員長は調達額の3割をグリーンボンドで調達したいとの意向を表明している（注11）。

EUのみならず、中国でも習近平国家主席が2020年9月、2060年までにCO₂排出量を実質ゼロにする目標を掲げ、日本でも菅義偉総

理大臣が同年10月、そして、韓国でもムン・ジェイン（文在寅）大統領が同年同月、2050年までに温室効果ガスの排出量を実質ゼロにする目標を表明している。一方、米国でも、2021年1月に次期大統領に就任見込みの民主党のジョー・バイデン氏が2050年までに温室効果ガス排出量を実質ゼロにする目標を掲げている。このように排出量実質ゼロ（ネットゼロ）を目指す動きが各国で散見される中で、グリーンリカバリー関連の取り組みがさらに拡大することが予想される。

■【アフターコロナにおける2つの焦点】

新型コロナウイルス感染症問題により、新たな論点が顕在化したサステナブルファイナンスだが、アフターコロナの社会・経済・金融市場を見据えると、サステナブルファイナンスでは、(1) 新金融商品の開発、(2) インパクトの創出、が焦点になり得る。

(1) 新金融商品の開発

サステナブルファイナンス関連の金融商品としては、例えばSDGs債等が典型的と言えるが、近年は持続可能な社会の実現に向けた資金調達需要を満たすべく、資金調達主体・投資家の需要も踏まえて、新たな金融商品の開発が進んでいる。本稿では、例として①サステナビリティ・リンク・ローン／ボンド、②トランジションボンド、を取り上げる。

サステナビリティ・リンク・ローン／ボンドは、事前に借り手及び貸し手が設定・合意の下、借り手のサステナビリティ・パフォーマンスの向上を促すためのインセンティブが組み込まれた金融商品である。サステナビリティ・パフォーマンスは、重要業績評価指標(KPI)、外部機関による格付け等のサステナビリティ・パフォーマンス・ターゲット(SPT)を用いて測定される。表面利率が変動する仕組みの場合、借り手がSPTを達成すれば、低い利率で利息を支払い、未達の場合は高い利率で利息を支払う形をとる。

サステナビリティ・リンク・ローン／ボンドは、①資金使途が限定されず、一般事業目的となること、②成果連動型、といった特徴を有する。サステナビリティ・リンク・ローンについては、借入に関する自主的なガイドラインとして、英国のローン・マーケット・アソシエーション(LMA)等が2019年3月に「サステナビリティ・リンク・ローン原則(SLLP)」、日本の環境省が2020年3月に「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。そして、サステナビリティ・リンク・ボンドについては、ICMAが2020年6月に「サステナビリティ・リンク・ボンド原則(SLBP)」を公表している^(注12)。

サステナビリティ・リンク・ローンは2010年代後半頃に欧州で組成が始まり、アジアや米国等にも広がっていった。一方、サステナビリティ・リンク・ボンドは、イタリアの大

手電力会社エネルが2019年9月、世界で初めて発行した。日本では、海運大手の日本郵船が2019年11月、本邦初のサステナビリティ・リンク・ローンに係るコミットメントライン契約（500億円）を締結したほか、不動産大手のヒューリックが2020年10月、本邦初のサステナビリティ・リンク・ボンド（100億円）を発行している。日本でも、統合報告書にKPIを盛り込む企業が近年増加していることもあり、サステナビリティ・リンク・ローン／ボンドがさらに増加することが想定される。

一方、トランジションボンドは、一般的に、二酸化炭素排出量等の観点からグリーンボンドの発行基準を満たさないものの、低炭素経済社会等に移行（トランジション）するためのプロジェクトを資金用途とする債券を指す。同債券は、2010年代後半頃から発行が始まったが、フランスの大手運用機関アクサ・インベストメント・マネージャーズが2019年6月にガイドラインを公表する等の動きがあり、その頃から金融市場において存在感が増している^(注13)。ICMAは2019年に、クライメート・トランジション・ファイナンスに関するワーキンググループを立ち上げ、2020年12月に「クライメート・トランジション・ファイナンス・ハンドブック」の公表を予定している。日本では、経済産業省の環境イノベーションに向けたファイナンスのあり方研究会が2020年3月に「クライメート・トランジション・ファイナンスの考え方」、2020年9

月にトランジション、グリーン及び革新的イノベーションに対するファイナンスを同時に進めることが重要であることを謳った「クライメート・イノベーション・ファイナンス戦略2020」を公表している。

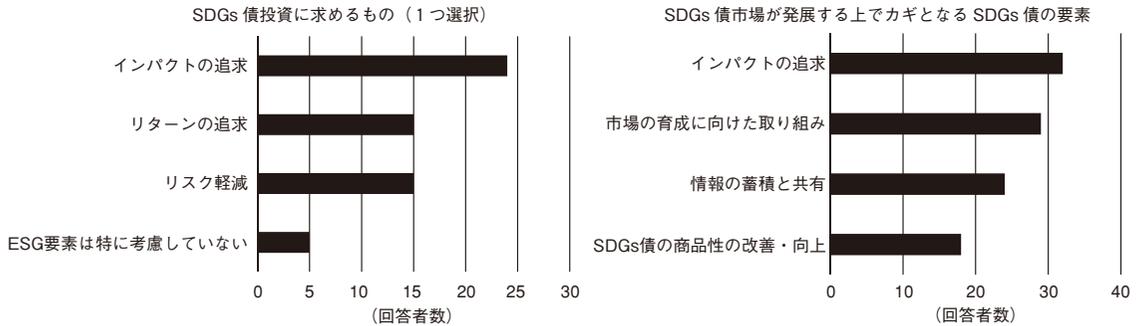
トランジションボンドは、①温室効果ガス排出量が多い産業や、グリーンボンドを発行するための十分なグリーン資産を持たない発行体にとって、温室効果ガス排出量の削減が必要な場合に、資金調達手段の1つとなり得る、②投資家にとって、既に低炭素化が進んでいる企業だけでなく、低炭素化を目指す企業に投資する手段の1つとなる、といった利点がある。

これまでの発行事例では、電力・ガス会社、金融機関等が中心になっている。しかし、前述のとおり、日本を含めた多くの国がネットゼロを目指す一環で、企業が事業ポートフォリオを見直し、座礁資産^(注14)となる可能性がある事業を再構築することになる。再構築のための資金調達の一環として、トランジションボンドが資金調達手段として活用される可能性がある。

(2) インパクトの創出

インパクトには、「事業や活動の結果として生じた、社会的・環境的な変化や効果」^(注15)、「プロジェクトや計画によって生じる、直接的若しくは間接的、意図的若しくは意図的でないポジティブ・ネガティブな効果」^(注16)等の定義がある。また、環境省は、「組織に

(図表 2) SDGs債に関するアンケート結果



(注) 野村証券・ブルームバーグが共催して2019年7月4日に開催したセミナー「サステナブルファイナンスの時代—ESG/SDGsと債券市場」で実施したアンケート結果に基づき、集計。

(出所) 野村資本市場研究所

よって引き起こされるポジティブ又はネガティブな環境、社会又は経済に対する変化のことをいい、直接的な成果や結果（アウトプット）ではなく、それにより環境、社会又は経済面にどのような違いを生み出したかという効果（アウトカム）」^(注17)と定義づけている。インパクトは、金融市場で長らく根付いてきた投資判断の尺度であるリスク、リターンに次ぐ評価軸として、注目が集まる傾向にある。

例えば、野村証券とブルームバーグは共催で2019年7月4日に、発行体、投資家等を対象として「サステナブルファイナンスの時代—ESG/SDGsと債券市場」と題したセミナーを開催し、その参加者（発行体、投資家、金融機関等）を対象にアンケートを実施した。同アンケートで、「SDGs債投資に求めるもの」を質問したところ、「インパクトの追求」が最も多く、「リターンの追求」と「リスク軽減」の回答数が拮抗する形となった^(注18)（図表

2参照）。

インパクトをめぐるのは、一部で統一的な表示を目指す動きがあるものの、発行体によって相違し、投資家にとって容易に比較可能な状態ではないと考えられる^(注19)。しかし、2020年度に入って環境省が開催する「ポジティブインパクトファイナンスタスクフォース」にて、グリーンを起点とするインパクト評価ガイドの策定を目指した検討が進められる等の動きも見られている。ESG投資の特徴の1つがインパクトとも考えられるため、インパクト評価の考え方が整理され、投資家が容易に把握できる環境が整えば、投資家が、発行体に対しインパクトをより適切かつ利便性、比較可能性を意識して開示することを求めたり、同じリスクとリターンであればより多くのインパクトが創出される銘柄を愛好する可能性もあると言える。

■【アフターコロナの持続可能な社会の実現に向けて】

サステナブルファイナンス関連の金融市場は、歴史にも刻む出来事である新型コロナウイルス感染症問題を経験し、新たな展開を見せている。本稿では、筆者が考えるコロナ禍で顕在化した4つの論点とアフターコロナにおける2つの焦点を取り上げたが、サステナブルファイナンス関連の動きはとても速く、分野も広がっている。投資家、発行体、金融機関等の各ステークホルダーが刻々と変化する課題をしっかりと捉えて、適切かつ迅速に取り組むことが、持続可能な社会の実現に向けて重要になると言えよう。

(注1) International Finance Corporation, *Social Bonds, Illustrative Use-of-Proceeds Case Studies : Coronavirus*, March 2020 ; International Capital Market Association, *Q&A for Social Bonds Related to Covid-19*, 31 March 2020 ; Sustainalytics, *Responding to COVID-19 through Social Bonds*, 8 April 2020 ; International Capital Market Association, *Social Bond Principles*, June 2020.

(注2) PRI, *How Responsible Investors should Respond to the Covid-19 Coronavirus Crisis*, 2020

(注3) European Securities and Markets Authority, *ESMA Recommends Action by Financial Market Participants for Covid-19 Impact*, 11 March 2020.

(注4) International Monetary Fund, *World Economic Outlook : A Long and Difficult Ascent*, October 2020.

(注5) International Energy Agency, *Global Energy*

Review 2020 : The Impact of the Covid-19 Crisis on Global Energy Demand and CO2 Emissions, April 2020.

(注6) パリ協定では、「世界の平均気温上昇を産業革命以前に比べて2℃より十分低く保ち、1.5℃に抑える努力をする」とされている。

(注7) United Nations Environment Programme, *Emissions Gap Report 2019*, November 2019.

(注8) International Energy Agency, *Sustainable Recovery : World Energy Outlook Special Report*, June 2020.

(注9) Vivid Economics, *Green Stimulus Index*. (<https://www.vivideconomics.com/casestudy/greenness-for-stimulus-index/>、2020年11月16日閲覧)

(注10) European Council, *Special Meeting of the European Council (17, 18, 19, 20 and 21 July 2020) – Conclusions*, 21 July 2020.

(注11) European Commissions, *President von der Leyen's State of the Union Address : Charting the Course out of the Coronavirus Crisis and into the Future*, 16 September 2020.

(注12) Loan Market Association, Asia Pacific Loan Market Association, Loan Syndicated & Trading Association, *Sustainability Linked Loan Principles*, 20 March 2019 ; 環境省「グリーンボンドガイドライン 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」2020年3月 ; International Capital Market Association, *Sustainability – Linked Bond Principles*, June 2020.

(注13) AXA Investment Managers, *Financing Brown to Green : Guidelines for Transition Bonds*, 10 June 2019.

(注14) 座礁資産 (Stranded Assets) とは、市場環境や社会環境が激変することにより、価値が大きく毀損する資産のことを指す。例えば、石炭、石油、天然ガスといった化石燃料は重要なエネルギー源であるが、気候変動対応により二酸化炭素排出量を削減することが求められており、化石燃料の価

値が大きく下がる可能性がある。このほかにも、武器産業分野や農業分野でも座礁資産化する資産があることが指摘されている。

(注15) Global Steering Group for Impact Investment (GSG) 国内諮問委員会「日本におけるインパクト投資の現状2019」2020年3月31日、14頁。

(注16) Impact Management Project, *Glossary*.

(注17) 環境省 ESG金融ハイレベル・パネル ポジティブインパクトファイナンスタスクフォース「インパクトファイナンスの基本的考え方」2020年7月15日、7頁。

(注18) 元の質問は、「ESG債投資に求めるもの」。ESG債とSDGs債が近似の概念と考えられるため、本稿では「SDGs債投資に求めるもの」として表記する。

(注19) 例えば、グリーンボンドの充当プロジェクトの温室効果ガス削減量等の効果を示すレポートについては、各発行体によって体裁が異なるが、世界銀行を始めとした11の公的金融機関が2015年11月、調和のとれた枠組みを目指すことを発表している。ICMAは2018年6月、ソーシャルボンドのインパクトレポートに関する資料を公表し、対象とする人々やそのインパクトについて雛形等を提示している（最新版は2020年6月に公表）。さらに、ICMAは2020年4月、グリーンボンドについてもインパクトレポートに関するハンドブックを公表している。(World Bank et al., *Green Bonds Working Towards a Harmonized Framework form Impact Reporting*, November 2015; International Capital Market Association, *Working Towards a Harmonized Framework for Impact Reporting for Social Bonds*, June 2020; International Capital Market Association, *Handbook : Harmonized Framework for Impact Reporting*, April 2020)

