

日本におけるサステナブルファイナンスの 現状と2030年に向けた課題

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



1. 21世紀に入って本格的に 進展するサステナブルファ イナンス

持続可能な社会の実現に向けた金融（サステナブルファイナンス）やその代表的な方法として環境・社会・ガバナンス（ESG）の要素を考慮するESG投資が近年、世界的に拡大している。日本における持続可能な社会の実現に向けたサステナブルファイナンスは、2015年の持続可能な開発目標（SDGs）やパ

〈目 次〉

1. 21世紀に入って本格的に進展するサステナブルファイナンス
2. SDGs債の発行状況
3. 2030年に向けた日本の課題
4. 日本の課題解決に向けて求められる対応

リ協定といった国際的合意に加え、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）の責任投資原則（PRI）署名等を契機に、発行体や投資家等に浸透してきた。

サステナブルファイナンスが発展を続ける背景として、SDGsやパリ協定の達成に向けて多額の財源を要するとの見込みが挙げられる。例えば、(1)世界のSDGs達成に向けて2016～2030年までに毎年5～7兆ドル（国際連合）、(2)世界のパリ協定の目標達成に向けて2040年までに総額54.4兆～67.8兆ドル（国際エネルギー機関〔IEA〕）、(3)日本の2050年カーボンニュートラル実現に向けて165.11兆円（名古屋大学）、等の試算がある。これらの財源は、公的セクター等のみで賄うことは難しく、金融資本市場も通じて解決に向けた取り組みを強化することが重要なのは言うまでもない。

サステナブルファイナンスは、各国政府等

による推進策も後押しし、資金調達・投資共に順調に伸びている。投資について、PRIに署名した機関の運用資産残高は2021年3月末時点で、約121.3兆ドルに達している。一方、資金調達について、負債性金融商品の中でも例えばグリーンボンド、ソーシャルボンド、サステナビリティボンドといった調達資金がSDGsに貢献する事業に充当されるSDGs債の発行残高は2021年9月末現在、約1兆8,332億ドル^(注1)に達している。

その一方で、後述のとおり、SDGsのゴールである2030年まで10年を切る中、日本のサステナビリティ関連課題について現時点では達成から程遠い分野もある。SDGsは多額の財源を要することもあり、金融資本市場も通じてさらに解決に向けた取り組みを強化することが求められる。

本稿では、サステナブルファイナンスの現状の観点からSDGs債の発行状況等を概観した上で、日本のサステナビリティ関連課題の現状及び課題解決に向けて着実に進んでいくために求められる対応を論考する。

■ 2. SDGs債の発行状況

(1) 世界におけるSDGs債の発行状況

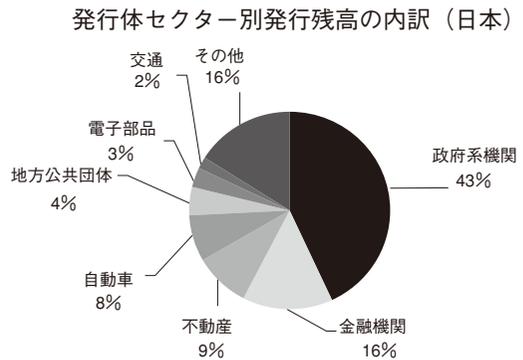
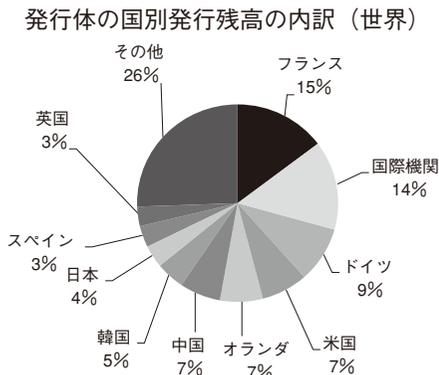
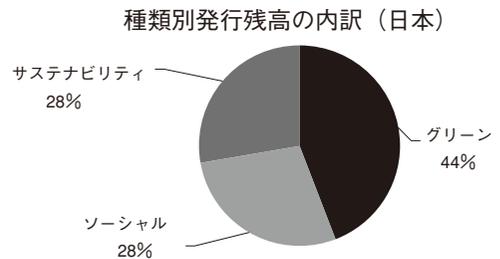
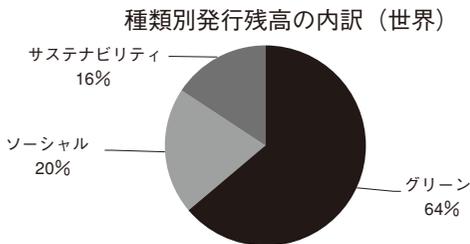
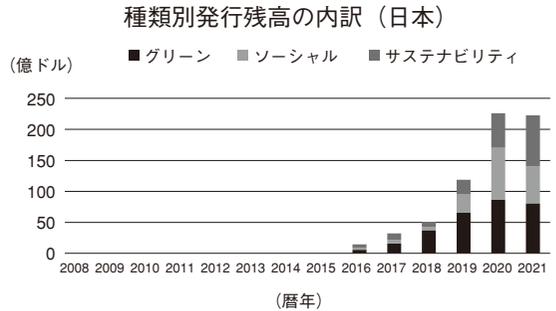
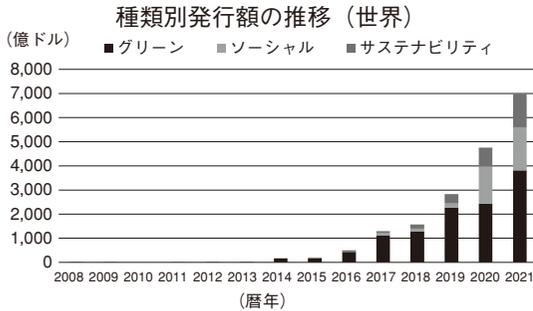
世界の金融資本市場では、資金用途や充当目的を明示した債券（テーマ債、社会的責任投資〔SRI〕債、社会貢献型債券）の発行が21世紀に入った頃から徐々に増えていった（図表1参照）。そして、2006年4月に提唱さ

れたPRIで、受託者責任の下で、ESGの観点を組み込むべきとされたことに加え、2010年代に入って国際資本市場協会（ICMA）等がグリーンボンド等に関する原則・ガイドラインを策定・公表したこともあり、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を中心にSDGs債市場が発展していった。

世界のSDGs債市場では当初、持続可能な社会の実現に向けた環境的・社会的課題の解決に向けて公的セクターが担う部分が多いこともあり、国際機関を始めとした公的セクターの発行体による発行が中心だった。しかし、2010年代半ば頃から、2014年1月のグリーンボンド原則（GBP）の策定、2015年のSDGsやパリ協定といった国際的合意等も後押しし、発行額が拡大するとともに、発行体セクターも事業会社、金融機関等に広がっていった。

SDGs債の種類では、長らくグリーンボンドが発行額の大部分を占めていたが、2020年代に入って世界的大流行となった新型コロナウイルス感染症問題を契機に、社会的課題への解決への注目が高まり、ソーシャルボンドやサステナビリティボンドの発行も増えている。また、世界では2020年2月頃から資金用途を新型コロナウイルス感染症対応とする「コロナ債」の発行が行われ、その一部はICMAのソーシャルボンド原則（SBP）やサステナビリティボンド・ガイドライン（SBG）に沿って「コロナSDGs債」として発行されている。

(図表1) 世界及び日本の発行体によるSDGs債の発行状況



(注) 発行額及び発行残高 (2021年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

(2) 日本の発行体によるSDGs債の発行状況

日本の発行体によるSDGs債は、2010年代半ば頃から発行が進み、2021年9月末時点の発行残高 (約665億ドル) は世界全体の約4

%となっている。日本の発行体による初めての起債は、日本政策投資銀行 (DBJ) が2014年10月に海外で起債したグリーンボンドである。日本の発行体によるSDGs債は当初、政府系機関や金融機関による海外での起債が中

心だったが、2017年頃から、後述の環境省によるグリーンボンド支援策等も後押しし、日本国内での発行額も伸びていった。

日本の発行体によるSDGs債の発行状況に関して世界の傾向と比べた場合の主な特徴としては、2点挙げられる。

1点目は、環境省によるグリーンボンド支援策等を通じた発行額拡大である。環境省による支援策の中心は、2017年度からのグリーンボンド発行モデル創出事業、2018年度からのグリーンボンド発行促進体制整備支援事業（補助事業）である。特に、補助事業では、一定の要件を満たせば、外部評価の取得コスト等の負担が軽減されることもあり、事業会社を中心に多くの発行体がグリーンボンドの発行に取り組み、民間セクターの様々な業種でSDGs債の発行が行われるようになった。なお、2018年頃からの民間セクターの発行体によるSDGs債の発行増加は、環境省による支援策に加え、日本経済団体連合会が2017年11月、Society 5.0の実現を通じたSDGsの達成を柱とした企業行動憲章の改定を行ったことも起因している可能性がある。

2点目は、政府系機関による継続発行及びソーシャルボンドの存在感の大きさである。日本では、2001年度に行われた財政投融资改革に伴い、政府系機関（財投機関）の資金調達については、できる限り財投機関債という形で金融市場から調達することとされている。政府系機関は、日本政府が抱える重要な政策課題への対応を目的として、環境的・社

会的課題の解決にも取り組んでおり、複数の機関がSDGs債の起債を行っている。グリーンボンドやサステナビリティボンドを起債している機関もある一方、ソーシャルボンドの発行に継続的に取り組んでいる機関も複数ある。

■ 3. 2030年に向けた日本の課題

日本の金融資本市場では、前述のとおり、欧米よりやや遅いスタートであったものの、SDGs債の発行額は順調に伸び、発行体の多様化も進んでいる。その一方、SDGsのゴールである2030年まで10年を切る中、日本のサステナビリティ関連課題について現時点では達成から程遠い分野もある。

例えば、ドイツ最大の財団であるベルテルスマン財団と持続可能な開発ソリューション・ネットワーク（SDSN）では、入手可能なデータを基に、国ごとのSDGsの進捗情報を公表している。2021年版では、日本について、環境分野、ジェンダー、不平等の是正等の項目でSDGsの達成に向けた努力が一層必要な状況が浮き彫りになっている（図表2参照）。

SDGsは、全てのステークホルダーが役割を担うことが期待されるとともに、前述のとおり、多額の財源を要することが見込まれているため、金融資本市場も通じてさらに解決に向けた取り組みを強化することが求められる。本稿では、2030年に向けた日本の主な課

(図表 2) 日本におけるSDGsの達成状況

目標	達成状況	傾向
1 貧困をなくそう	○	↑
2 飢餓をゼロに	△	↗
3 すべての人に健康と福祉を	○	↑
4 質の高い教育をみんなに	◎	↑
5 ジェンダー平等を実現しよう	▲	↗
6 安全な水とトイレを世界中に	○	↑
7 エネルギーをみんなに そしてクリーンに	△	↗
8 働きがいも 経済成長も	○	↑
9 産業と技術革新の基盤をつくろう	◎	↑
10 人や国の不平等をなくそう	△	・
11 住み続けられるまちづくりを	○	↑
12 つくる責任 つかう責任	△	・
13 気候変動に具体的な対策を	▲	→
14 海の豊かさを守ろう	▲	→
15 陸の豊かさも守ろう	▲	↓
16 平和と公正をすべての人に	◎	↑
17 パートナリシップで目標を達成しよう	▲	↗

(注) ◎は達成済み、○は達成に近い、△は達成から遠い、▲は達成から程遠い。↑は達成が見込まれる、↗は進捗がみられる、→は停滞している、↓は後退している、・は情報不足。

(出所) Sachs, Jeffrey, et al., *Sustainable Development Report 2021*, Cambridge University Press, 2021, p.264、より野村資本市場研究所作成

題として、(1)環境、(2)ジェンダー、(3)経済格差と貧困、を取り上げ、現状及びサステナブルファイナンスの対応状況等を概観する。

(1) 環境

環境関連では、気候変動への対応、特に低炭素・脱炭素経済社会への移行（トランジション）の重要性が世界的に認識されている。日本の場合、エネルギー自給率が約1割と低く、電源構成における化石燃料への依存度は約8割に達している。そして、世界のエネルギー起源二酸化炭素排出量のうち、約3%は日本が排出している。

日本では2020年10月、菅義偉内閣総理大臣（当時）が2050年までに温室効果ガスの排出量を全体としてゼロにする「2050年カーボンニュートラル」を宣言した。そして、2021年4月には、日本が2030年度において温室効果ガスの2013年度からの46%削減を目指すことを宣言するとともに、さらに、50%の高みに向け、挑戦を続けていく決意を表明している。

これらの目標達成に向けて金融関連でも様々な取り組みが進められている。例えば、経済産業省が関係省庁と連携・策定して2021年6月に公表した「2050年カーボンニュートラルに伴うグリーン成長戦略」では、金融関

連として、(1)グリーンファイナンス、(2)トランジション・ファイナンス、(3)イノベーション・ファイナンス、(4)リスクマネー支援、(5)企業の積極的な情報開示（気候関連財務情報開示タスクフォース〔TCFD〕）、に関する施策が掲げられている。

特に、トランジション・ファイナンスの観点からは、(1)ICMAが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」を公表、(2)金融庁・経済産業省・環境省が2021年5月に「トランジション・ファイナンスに関する基本指針」を公表、(3)経済産業省が2021年度より、クライメート・トランジション・ファイナンスモデル事業及びトランジション推進のための利子補給事業（融資向け）を開始、(4)日本経済団体連合会によるトランジション・ファイナンス普及に向けた各種提言^(注2)、を始めとした政府・産業界を通じた後押しが行われている。そして、資金調達の観点からは、2021年3月には川崎汽船による日本初のトランジション・ローン、2021年7月には日本郵船による日本初のトランジションボンドが実現した。

日本が掲げる2050年カーボンニュートラルを確実に達成するためには、企業等のトランジション活動及びそれを支えるトランジション・ファイナンスを、日本政府、金融機関、産業界、学术界、国民等のステークホルダーが一丸となって推進していくことが重要になる。特に、日本の場合、企業全体のうち中小企業が99.7%^(注3)を占めており、中小企業

のトランジション及びトランジション・ファイナンスを、地方公共団体、地方銀行等の地域経済社会の担い手を中心となって支援していくことも大切と考えられる。

(2) ジェンダー

日本の金融市場では近年、ジェンダーに関する取り組みが進捗しており、例えば、(1) GPIFによるMSCI日本株女性活躍指数（WIN）の選定（2017年7月）、(2)改訂コーポレートガバナンス・コードにおいて、管理職における多様性の確保（女性・外国人・中途採用者の登用）についての考え方と測定可能な自主目標の設定等を提示（東京証券取引所が2021年6月に施行）、といった動きがある。しかしながら、世界経済フォーラム（WEF）が2021年3月に公表したジェンダー・ギャップ指数によると、日本は世界で120位とG7諸国の中で最も低い水準になっている^(注4)。特に、経済関連では、管理職ポジションや専門職・技術職の就任数に向上の余地があることが浮き彫りとなっている。

ジェンダーを含めた多様性が企業価値向上に寄与するとの指摘^(注5)もあり、金融商品の開発、投資家行動等も通じた日本におけるジェンダー問題解消に向けた後押しが重要になると言える。例えば、サステナブルファイナンス関連のジェンダー関連投資では、企業との対話（エンゲージメント）、インテグレーション、ポジティブスクリーニング等の手法でジェンダーの要素を織り込む方法もあ

る。また、諸外国で発行されているようなウーマンボンド、ジェンダーボンドといった債券^(注6)に投資する方法もある。日本においても今後、ジェンダー問題の解決に向けて、このような債券に加え、例えばサステナビリティ・パフォーマンス・ターゲット (SPT) をジェンダー関連の目標に設定したサステナビリティ・リンク・ローン／ボンド等を通じた資金調達の見られる可能性がある。

(3) 経済格差と貧困

日本の場合、先進国の中でも貧困率が高いことが指摘されている。貧困には、絶対的貧困と相対的貧困の2種類があるが、日本の場合、所得の中央値の半分を下回っている人の割合、つまり所得格差を表す相対的貧困率が高い状況となっている。厚生労働省の調査によると、日本の相対的貧困率は2018年時点で15.7%に上っている^(注7)。そのうち、ひとり親世帯の相対的貧困率は48.3%と高い水準になっている。

特に、子どもの貧困をめぐっては、低所得の家庭の子どもが低学力・低学歴となり、将来不安定な就業に陥ることで、次の世代まで貧困状態が連鎖していくといった貧困の世代間連鎖が問題となっている。しかも日本の場合、厳しい財政状況を抱える中、就学前教育費や高等教育費等の公的負担割合が経済協力開発機構 (OECD) 加盟国の中でも低く、家計負担が重い状況となっている。

サステナブルファイナンス関連の金融商品

の中で、ソーシャルボンドは、貧困層を対象としたソーシャルプロジェクトを資金用途にすることが可能である。日本の発行体において貧困を対象とした起債事例としては、貧困国も含めた開発途上国の開発協力を資金用途とするJICAのソーシャルボンドが挙げられる。一方、ソーシャルインパクトボンド (SIB) では、大阪府による養育里親の登録推進、千葉県佐倉市による生活困窮者就労支援といった取り組みがある。

このような事例はあるものの、日本における経済格差と貧困問題に本格的に対処するためには、さらに多くの組織が様々なアプローチで貧困対策に取り組む必要があるほか、ソーシャルボンドも含めた金融商品の多様化も求められる状況と言える。

■ 4. 日本の課題解決に向けて求められる対応

SDGsが掲げた持続可能な社会の実現に向けて、今後も金融資本市場、そしてサステナブルファイナンスが活用される可能性は高いとみられる。日本が課題解決に向けて着実に進んでいくために、金融資本市場参加者を含めたステークホルダーに対応が求められる論点として、例えば、(1)サステナブルファイナンス関連の新金融商品の開発、(2)インパクトの創出、(3)非財務情報開示の拡充、が挙げられる。なお、これらの論点は、世界にも共通すると考えられる。

1点目について、サステナブルファイナンス関連では、例えば、近年開発されているサステナビリティ・リンク・ローン／ボンドやトランジションボンド／ローンのように、課題解決に向けた新金融商品の開発が続くと想定される。特に、新型コロナウイルス感染症問題も通じて気候変動への対応とともに世界的に注目を集めているデジタルトランスフォーメーション（DX）を踏まえた新金融商品、後述のインパクトへの着目を踏まえた新金融商品、等の開発・多様化が進む可能性があると考えられる。

2点目について、インパクトは近年、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っており、インパクトファイナンスも世界で本格的に発展している。そして、世界では近年、インパクト評価や開示の考え方の整理・検討が進められている。同時に、インパクトに関する研究も進められており、例えば、ハーバード・ビジネス・スクールのジョージ・セラフェイム教授を中心に進められている「インパクト加重会計」に関するプロジェクトにも注目が集まりつつある。インパクト加重会計は、環境や社会へのプラスとマイナス両方のインパクトを測定し、金銭価値に置き換え、財務諸表に反映させることを意図している。このような取り組みや研究が進み、投資家がインパクトをより容易に把握できる環境が整えば、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選好する可能性もあり得る。

3点目について、21世紀に入って、企業価値のうち、見えない価値、すなわち非財務情報が注目されるようになってきている^(注8)。非財務情報開示のフレームワークは複数存在し、開示対象やスタンスが異なっているため、比較可能性が確保されていなかった。しかし、2020年秋頃から非財務情報開示の整合性を意識した動きが本格化している。足元では、国際会計基準（IFRS）の策定を担う非営利組織であるIFRS財団が2021年11月3日、第26回国連気候変動枠組条約締約国会議（COP26）の場で、国際サステナビリティ基準審議会（ISSB）の設立を発表し、ISSBが2022年6月までに気候変動開示基準委員会（CDSB）及び価値報告財団（VRF）を統合することを明らかにしている。加えて、世界各地域では近年、TCFDを始めとして非財務情報の開示の義務化に向けた動きも見られている。

企業にとっては、投資家による適切な評価、多様なステークホルダーへの理解を促すために、非財務情報開示の整合性に関する動きや義務化の流れをフォローすることに加え、個々の企業にとって重要なことは何か、非財務情報が企業価値にどのように反映されているか等の観点を踏まえて、開示の工夫・努力を重ねることが大切になると考えられる。

本稿で取り上げた日本のサステナビリティ関連課題解決及び全ての課題解決に向けて日

本が着実に進んでいくために求められる対応はあくまでも一例である。今後、日本のサステナビリティ関連課題が解決に向けて進捗するとともに、サステナブルファイナンスが健全に発展するためには、政府、企業、投資家、金融機関、国民といったステークホルダーがサステナビリティ関連課題を自分事として捉え、継続的に取り組むことが重要と言える。

(注1) 本稿では、便宜上、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をSDGs債として取り扱う。数値は、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。

(注2) 例えば、2021年10月21日に公表した「COP26に向けた提言」では、「日本として、トランジション・ファイナンスに関する基本的考え方を国際的に発信し、各国の信頼・共感を獲得することで、グローバルな普及を目指していくべき」との考えを明らかにしている。

(注3) 2016年6月時点の中小企業・小規模事業者が企業全体に占める割合。

(注4) ジェンダー・ギャップ指数は、経済、政治、教育、健康の4つの分野のデータから作成され、0が完全不平等、1が完全平等を示している。G7諸国では、ドイツが11位(0.796)、フランスが16位(0.784)、英国が23位(0.775)、カナダが24位(0.772)、米国が30位(0.763)、イタリアが63位(0.721)、日本が120位(0.656)となっている。日本の分野別の指数は、経済(0.604)、政治(0.061)、教育(0.983)、健康(0.973)となっている。(内閣府男女共同参画局「世界経済フォーラムが『ジェンダー・ギャップ指数2021』を公表」『共同参画』第144号、2021年5月、8頁)

(注5) 経済産業省が2018年6月に公表した改訂版「ダ

イバーシティ2.0行動ガイドライン」では、ダイバーシティが企業価値向上にもたらす主な効果として、(1)グローバルな人材獲得力の強化、(2)リスク管理能力の向上、(3)取締役会の監督機能の向上、(4)イノベーション創出の促進、を挙げている。

(注6) 例えば、ウーマンボンドはチリ国立銀行、ジェンダーボンドはアジア開発銀行(ADB)等が発行している。なお、国際連合のジェンダー平等と女性のエンパワーメントのための機関である「UN Women」、国際金融公社(IFC)及びICMAは2021年11月、ジェンダー平等を進めるための債券発行に関するガイドラインを公表した。

(注7) 厚生労働省「2019年 国民生活基礎調査の概況」2020年7月17日、14頁。

(注8) 例えば、ニューヨーク大学のバルーク・レブ教授は「1950年代には市場の企業価値(時価総額)のうち、約9割を損益計算書の利益と貸借対照表の株主資本で説明できたが、2013年には会計数値の説明能力が5割レベルにまで低下している」との研究結果を公表している。

