

プロが解説

ESG投資の最新動向 ②

環境問題など解決へ
専用の債券市場拡大

指南役 黒田 一賢さん（日本総合研究所スペシャリスト）



くるだ・かずたか 2003年、青山学院大学経済学部卒業後、岡三証券、EIRIS（英ESG調査機関）にて、それぞれ財務面、非財務面での企業調査に従事。15年に日本総研入社。ESGリサーチセンターで、株式運用のための非財務面の企業評価業務などに従事。37歳。

金融機関や自治体、去年の発行額は4年で30倍

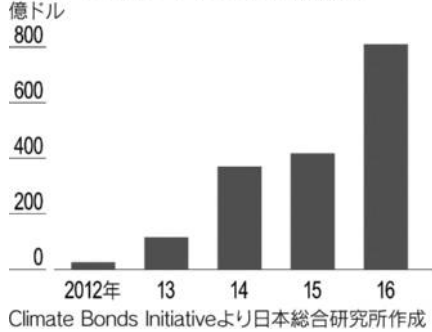
今回はESG投資を巡る動向を概観し、その一端としてグリーンボンド原則が2014年1月に公表されたことに触れました。今回はその背景となった市場の急拡大と、原則改訂による影響について解説します。

グリーンボンド（GB）とは、気候変動・水・生物多様性対策など、環境に好影響を及ぼす事業活動に資金使途を限定した債券のことです。環境事業向けの資金調達を行いたい、あるいは資金調達に応じてくれる投資家の幅を広げたい発行体と、環境に配慮していることをアピールしたい投資家のニーズが合致して、GBは誕生しました。

他方ソーシャルボンド（SB）は、GB市場の拡大とともに登場した金融商品で福祉、教育、交通、住宅などよりも社会課題解決型の活動のための資金使途を前提としています。

GBの発行市場規模は、年々拡大しています。12年には、年間発行額26億ドルでしたが、16年には同発行額は810億

グリーンボンド(GB)発行残高



ドルと12年の30倍超となりました。その背景には発行体の広がりがあります。以下、主な発行体として開発金融機関や地方自治体、国家、民間銀行、民間企業についてそれぞれ解説します。

開発金融機関は現在のGB市場の基礎を形成したという点で重要な発行体です。世界初のGBを07年、欧州投資銀行（EIB）が発行しただけではなく、国際的な金融危機の中でも各国の開発金融機関が発行を続けたことで、GBというカテゴリーが債券市場に認知されました。

発行市場でシェアは低下していますが、発行における償還年限や通貨、信用格付け、資金充当先のプロジェクトの多様性を提供している点で、引き続き重要な主体といえます。

地方自治体は、開発金融機関と同様に公的な色彩が強い主体ですが、発行主体として存在感を示し始めたのは14年からと比較的最近です。フランスのイル・ド・フランス経済圏や、スウェーデンのイエテボリが黎明期を支えた発行体です。その後、グリーンビルディングや上下水道更新を目的とするアメリカの州政府や市政府も参入。発行残高は急増しました。

ただしアメリカの州政府や市政府は、後述するセカンドオピニオンや年次報告を省略する傾向も強く、透明性という点では改善余地が大きいのも特徴です。その一方で、地方創生や貧困層への対応という視点でSB発行に積極的な側面もあります。

一部の国家も既にGBを発行してい

ます。ポーランドは16年12月に初のグリーン国債発行国となり、フランスも17年1月に発行しています。

開発金融機関や地方自治体などの公的主体から、民間主体にどこまでグリーンボンド発行が浸透するかが、GB市場の試金石になります。そこで銀行によるGB発行事例の増加や、その調達資金を活用したグリーン・ソーシャルプロジェクトが注目されています。

世界的な低金利を背景に企業による発行も増えています。これまでは電力会社による再生可能エネルギー投資のための発行や、不動産会社による省エネ投資のための発行が主流でした。

しかし16年2月の米アップル社によるGB発行は、発行額もさることながら多彩な資金使途や、良質なセカンドオピニオン、年次報告に向けてのKPI（主要業績指標、再生可能エネルギーによる発電量等）の明示等、企業による発行の模範になるものとして注目を集めました。

発行体の寄与度やガバナンスに注目、指針を改善

GB市場は短期間で急速に成長し、それ自体はESG投資を志向する投資家に歓迎されました。

ただGBは自主的に名乗ることができ、ひもづく環境関連プロジェクトが環境問題の解決に寄与するの怪しいものまで含まれるようになりました。

そこでGBへの信頼性低下が、健全な市場成長の妨げになると考えた国際資本市場協会（ICMA）は、グリーンボンド原則（GBP）を公表。GBの発行体に一定の情報開示を求めるようになりました。

GBPは①調達資金の投資先の要件、②対象事業プロジェクトの評価選定手順、③調達資金の管理、④報告の4原則で構成されています。

14年の初版はとて簡潔でした。年次総会の度に改訂され、①対象となるインパクトの明確化、②外部評価手法の充実、が改善しました。

一方SBは、16年に「ソーシャルボンド発行体へのガイダンス」が公表。17年にはソーシャルボンド原則（SBP）となりました。環境・社会の両面に注目した債券発行には、サステナビ

グリーンボンド・ソーシャルボンド原則の変遷

	グリーンボンド原則	ソーシャルボンド原則
2014年	初版公表	
15	【原則①】主な環境問題の解決策をグリーンプロジェクトの種別として例示	
	【原則②】第三者によるレビューであるセカンドオピニオンを推奨	
	【原則③】独立した検証を推奨	
16	セカンドオピニオン・検証に続く外部評価として格付けにコメント付与	原則の前身にあたる「ソーシャルボンド発行体へのガイダンス」公表
17	戦略や環境・社会リスク要因のマネジメントについて発行体のコミュニケーションを推奨	ソーシャルボンド原則公表
	サステナビリティボンド・ガイドライン公表	

リティボンド・ガイドラインが17年に公表されました。

筆者が注目しているのは、17年のGBP改訂で発行体が全体的な戦略、およびプロジェクトにかかわる環境・社会リスク要因のマネジメントについて投資家にコミュニケーションするよう推奨するコメントが追加された点です。

これまでのGBPでは、対象事業プロジェクトの評価選定手順の概要を示せばよい、とされていました。発行体のガバナンスに、ますます注目が集ま

っているといえます。

一部ではGB・SBの魅力として、発行体の事業にかかわらず、環境・社会課題解決のためのプロジェクトに、投資家が資金を拠出できる点が指摘されてきました。

しかし、発行体の事業と調達資金の投資先のプロジェクトの内容が大きく離れていると、投資家は発行体のグリーンウォッシュまたはブルーウォッシュの活動を支持しているとも受け取られかねません。

グリーンウォッシュ・ブルーウォッ

シュとは環境・社会面を配慮する姿勢を公に示していても、実際の活動が不十分だったり、活動の一部を誇張したりすることです。

例えばオイルメジャーが再生可能エネルギープロジェクトの資金調達のためGBを発行し、投資家から資金調達したとします。

しかし、発行体が石油関連事業というビジネスモデルを変革する意思や、そのための戦略を持たなければ、同プロジェクトの環境面での便益は焼け石に水です。このため投資家は、グリーンウォッシュに加担したと批判される可能性があります。

また特定のプロジェクトに充当する資金でも、発行体の信用度を全く考慮しないということは、通常の債券投資では考えられません。

むしろ債券投資では、発行体の信用度低下によるダウンサイドリスクに敏感な投資家が多く、こうしたガバナンス要因は考慮されてしかるべきでしょう。投資家は発行体のガバナンス情報の開示を求めるだけでなく、投資の意思決定の精緻化が求められています。