

ESG

スピークアウト

第10回

日本総合研究所
創発戦略センター スペシャリスト
黒田 一賢

青山学院大経済学部を卒業後、岡三証券と英ESG調査機関EIRIS（現Vigeo EIRIS）で財務面、非財務面での企業調査を担当。現在は株式運用のための非財務面での企業評価業務などに従事している。日本サステナブル投資フォーラム運営委員。同大地球社会共生学部非常勤講師。英ExtelとNGOのSRI-CONNECTが主催する独立系調査機関所属非財務アナリストランキングIRRI 2012で世界4位。



急成長するグリーンボンド市場 投資家に求められる投資意思決定の精緻化

日本で近年、企業による発行が相次いでいるグリーンボンドだが、2020年はさらに注目が集まる可能性が高い。一方で、さらなる市場拡大には市場の健全性を維持することも重要だ。

グリーンボンドとは、気候変動、水資源、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。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、グリーンボンドは誕生した。

グリーンボンドの発行市場規模は年々拡大している。2012年の年間発行額は26億ドルだったが、2019年には2312億ドルと約90倍になった（図）。その背景には発行体の広がりがある。主な発行体である開発金融機関、地方自治体、民間銀行、民間企業についてそれぞれ解説する。

開発金融機関は、現在のグリーンボンド市場の基礎を形成した点で重要な発行体だ。欧州投資銀行（EIB）が2007年、世界初のグリーンボンドを発行しただけでなく、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、グリーンボンドというカテゴリーが債券市場に認知された。発行市場でのシェアは低下しているものの、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る。日本では日本政策投資銀行（DBJ）が発行の先駆けとなっている。

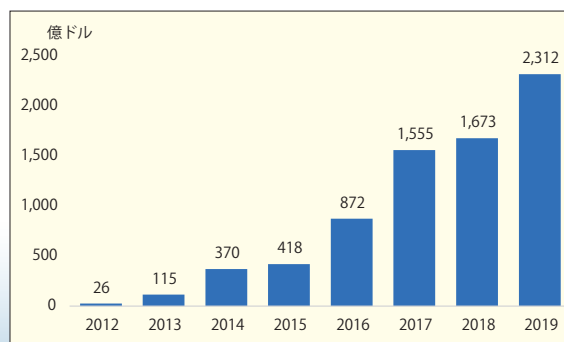
地方自治体は、開発金融機関と同様、公的な色彩が強い主体だが、発行主体としての存在感を示し始めたのは2014年からと比較的最近である。フランスのイル・ド・フランス経済圏や、スウェーデンのイエテボリが黎明期を支えた発行体だ。その後、グリーンビルディングや上下水道更新を目的に米国の州政府や市政府も参入し、発行残高は急増した。

日本でも東京都がグリーンボンドを継続的に発行し、幅広い投資家から投資表明が行われている。

銀行によるグリーンボンドの発行事例やその調達資金を活用したグリーンプロジェクト、世界的な低金利を背景にした企業による発行も増えている。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だった。日本では3メガバンクのほか、群馬銀行などの地域銀行にも発行が広がっている。また、企業は日本の発行市場で存在感を高めており、日本電産の1000億円のグリーンボンド発行が注目を集めた。

いま脚光を浴びているのは国家によるグリーン国債の発行である。ポーランドが2016年12月、初めて発行した。主要先進国ではフラ

図 グリーンボンド発行額の推移



出所：Climate Bonds Initiativeウェブサイトより日本総合研究所作成

ンスが2017年1月に初めて発行し、発行額が75億ユーロとこれまでのグリーン国債で最大だった。2019年までに10カ国が発行し(表)、日本の発行が期待されている。

グリーンボンド市場の健全性

グリーンボンド市場は短期間に急成長し、それ自体はESG投資を志向する投資家に歓迎された。ただ、グリーンボンドは自主的に名乗ることができ、紐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かが怪しいものも含まれるようになった。グリーンボンドの信頼性低下が、健全な市場成長へ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を公表し、発行体に一定の情報開示を求めるようになった。

同原則は、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原則からなり、年々原則の精緻化が進んで発行体のガバナンスにますます注目が集まるようになったといえる。

一部では、グリーンボンドの魅力として、発行体の事業にかかわらず、環境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乖離していると、投資家は発行体のグリーンウォッシュを支持していると受け取られかねない。グリーンウォッシュとは、環境面を配慮する姿勢を示していても、実際の活動が不十分だったり、活動の一部が誇張されたりすることだ。

例えば、オイルメジャーが再エネ

表 既発グリーン国債の概要

国名	発行年月	発行額	年限	用途
ポーランド	2016年12月	7.5億ユーロ	5年	再エネ、省エネ、持続可能な土地利用
フランス	2017年1月	75億ユーロ	22年	再エネ、省エネ、交通、廃棄物処理、持続可能な土地開発、適応
フィジー	2017年10月	1億フィジー・ドル	5年・13年	再エネ、低炭素交通、持続可能な水供給
ナイジェリア	2017年12月	106.9億ナイジェリア・ナイラ	5年	再エネ、植林
インドネシア	2018年2月	12.5億ドル	5年	再エネ、省エネ、適応、災害リスク低減、持続可能な交通、廃棄物処理、資源管理、エコツーリズム、グリーン・ビルディング、持続可能な農業
ベルギー	2018年2月	45億ユーロ	15年	低炭素交通、省エネ、再エネ、サーキュラーエコノミー、生物多様性、土地利用
リトアニア	2018年5月	2000万ユーロ	10年	グリーン・ビルディング
アイルランド	2018年9月	30億ドル	12年	グリーン・ビルディング、省エネ
オランダ	2019年5月	59.8億ユーロ	20年	太陽光発電、海洋再エネ、水道インフラ、低炭素陸上交通、低炭素ビルディング(リフォーム)
チリ	2019年6月	14.18億ドル	31年	太陽光発電、低炭素交通、低炭素ビルディング(リフォーム)、水道インフラ
	2019年7月	8.61億ユーロ	12年	

出所：Climate Bonds Initiativeなどのウェブサイトより日本総合研究所作成

プロジェクトの資金調達のためグリーンボンドを発行したとする。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、再エネプロジェクトの環境面での便益は焼け石に水だ。資金調達に応じた投資家は、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る。

また、特定のプロジェクトに充当する資金であっても、発行体の信用度をまった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ない。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ある。投資家には、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る。

こうした事項を、年金積立金管理運用独立行政方針(GPIF)がどう考慮するのか注目される。世界銀行や国際金融公社(IFC)が発行するグリーンボンドへの投資を2019年4月に開始し、2020年度にインデックス運用を通じたグリーンボンド投資を本格化させるとみられているからだ。E

「ビジネスパーソンのための ESGの教科書 英国の戦略に学べ」

(著者・黒田一賢、日経BP刊、2500円+税)

ここ数年でESG投資が急激に広まったものの、その知識・知見のバラツキが依然として大きい。本書は世界の金融の中心、英シティでの取材を基にESGビジネスの中心にいるアセットオーナーやアセットマネジャー、コンサルタントなどの最新動向を紹介。ハードローとソフトローを絶妙のバランスで組み合わせ、20年かけて環境整備を進めてきた英国の戦略を解説する。ESG投資の基本から、先端のプレイヤーの動きまで分かる、企業担当者や市場関係者にとって必読の1冊。

