

2020年7月1日 全6頁

グリーンボンドガイドラインと外部認証の関係

外部認証の取得には、対応するガイドラインの遵守が必要である

金融調査部 SDGs コンサルティング室 兼 政策調査部 研究員 田中大介

[要約]

- グリーンボンドのガイドラインは世界に複数存在しており、いわばグリーンボンドの定義が複数あることに等しい。各種ガイドラインの大きな枠組みは共通しているが、グリーンとしての定義を示す適格基準におけるガイドライン間の差異は顕著である。
- グリーンボンドの外部認証では、Climate Bonds Initiative の認証が世界的に広く認知されており、この認証を取得するグリーンボンドの発行額も増加傾向にある。海外の複数の証券取引所でグリーンボンド市場が設けられており、これらへの上場も外部認証の取得と同様の効果が期待できると予想される。
- 各グリーンボンドガイドラインの条件を満たす厳しさには差がある。外部認証の取得にはそれぞれ対応するガイドラインの遵守が求められるが、相対的に厳しいガイドラインを遵守したとしても、他の外部認証を取得できるわけではないことに留意する必要がある。

はじめに

EU は Green Bond Standard (以下、EU GBS) の策定作業を進めている。2020年3月には Technical expert group on sustainable finance (以下、TEG) が EU GBS 案に対する推奨事項などをまとめた “Usability Guide EU GREEN BOND STANDARD” を公表している。このようなグリーンボンドガイドラインとは、環境問題の改善に資する事業 (以下、グリーンプロジェクト) を資金使途とした債券発行に関するガイドラインである。EU 以外にも Climate Bonds Initiative (以下、CBI) や International Capital Market Association (以下、ICMA) といった国際組織をはじめ、日本 (環境省) を含めた国・地域においてガイドラインが公表されているが、実際に発行する際にどのガイドラインに則るかは発行体の選択にゆだねられている。

本稿では、いくつかあるグリーンボンドのガイドラインの共通点と差異について整理する。また、近年世界でグリーンボンドの CBI 認証を取得するケースが増えており、EU ではグリーンボンドを含むグリーンな金融商品にエコラベルという認証を付与する動きもある。こうした外部

認証とグリーンボンドの関係についても見ていきたい。

1. グリーンボンドのガイドライン

グリーンプロジェクトを資金使途として発行されるグリーンボンドは、通常の社債と異なり資金使途が限定されているはずのものである。そのため、グリーンプロジェクトが本当に環境問題の改善に寄与しているか、資金がそのプロジェクトへ充当されているかなどを示すことが発行体に求められる。発行体がグリーンボンドを発行したとしても、調達資金を投じたプロジェクトが実際には環境問題の改善に寄与しなかったり（グリーンウォッシュ）、そもそも調達資金が他のプロジェクトへ転用されたりするのであれば、普通社債と何ら変わらない¹。グリーンボンドが本来の意味のグリーンボンド足り得るためには様々な条件があり、グリーンボンドガイドラインはこれらをまとめたものである。

国際組織のみならず、各国・地域がガイドラインを公表しており、世界に複数のガイドラインが存在している。しかし、その中身は同一ではなく、国・地域ごとに義務または推奨とする条件は異なる。そこで、国際組織である CBI と ICMA に加えて、EU と日本のグリーンボンドガイドラインの違いを整理した²（図表 1）。

調達資金の使途、プロジェクトの評価と選定のプロセス、調達資金の管理、レポーティングに関する基準という章立ては共通するが、適格基準では差異が顕著である。CBI や日本のガイドラインは ICMA の Green Bond Principles（以下、GBP）を参照して作成されており、特に日本と ICMA の違いは大きくない。一方、EU GBS は図表中の適格基準②において、「経済活動が EU タクソノミーの環境目的に重大な害を与えないこと」を挙げている。つまり、ある環境問題の改善に大きな効果が期待できたとしても、その他の環境問題を著しく悪化させるような事業は、グリーンボンドの資金使途であるグリーンプロジェクトとして認められないということである³。

また、リファイナンス、特にルックバック期間への考え方も異なる点がある。ここでいうリファイナンスは借入金の借り換え、ルックバック期間はグリーンプロジェクトに借入金が充当されていた期間を指す。多くのグリーンボンドガイドラインではリファイナンスの資金充当割合や資産の残存耐用年数、ルックバック期間などの開示を求めるにとどまるが、EU GBS ではこれらの開示に加えて、ルックバック期間を 3 年間以内と定めている。

その他の項目においても、EU GBS では義務としている条件が、日本や GBP では推奨とされているなど、EU GBS は比較的厳しい基準であると考えられる。一概に順位を付けることは難しいが、図表 1 に示す義務と推奨の違い、適格基準の記述内容から、グリーンボンドガイドラインとしての厳しさは、「EU GBS > CBI > 日本（環境省） > ICMA（GBP）」と整理できよう。

¹ 特約等が付されない限り、デフォルト発生時の弁済も他の債務と同順位で行われる。

² この他に中国等もグリーンボンドガイドラインを公表している。

³ EU タクソノミー（グリーンか否かの判別基準）では、これを DNSH（Do Not Significant Harm）と称しており、グリーンボンド以外の金融商品にも適用される見込みである。DNSH の詳細は、田中 大介「新タクソノミーで提唱された“brown”の定義」（2020 年 5 月 8 日付大和総研レポート）を参照。

図表1 各種グリーンボンドガイドラインの比較

項目	ICMA (GBP)	EU GBS	CBI	日本 (環境省)
法的な書類内の資金用途の記載	推奨	義務	義務	推奨
適格基準①：環境目的への実質的な貢献	適格グリーンプロジェクトを例示	EUタクソノミーとの適合 EUが定めるグリーンボンドフレームワークの要求を満たす 資本的/経常的支出、ルックバック期間に関する特定要件	2℃目標（パリ協定）との整合性 CBIが定めるグリーンボンドフレームワークを満たす 各国のグリーンボンド基準やガイドラインとの整合性	適格グリーンプロジェクトを例示
適格基準②：他の環境目的に重大な害を及ぼさないこと	—	経済活動がEUタクソノミーの環境目的に重大な害を与えないことを確保	—	ネガティブな影響を与える場合を例示
適格基準③：社会的なセーフガード	プロジェクトに関する環境・社会的なリスクを特定・管理するプロセスを投資家に明確に伝達	国際労働機関（ILO）の中核的労働基準にある4分野8条約によって示される社会的セーフガードの遵守を確保	プロジェクトに関する環境・社会的なリスクを特定・管理するプロセスを投資家に明確に伝達	プロジェクトに関する環境・社会的なリスクを特定・管理するプロセスを投資家に明確に伝達
適格基準④：技術的スクリーニング基準	—	環境面でサステナブルであるとみなされるセクターについて、原則、指標、閾値等を含む、セクター特定の技術的スクリーニング基準	環境面でサステナブルであるとみなされるセクターについて、指標を設定	—
リファイナンスに使用される資金割合の開示	推奨	義務	義務	推奨
インパクト・モニタリング/レポート	推奨	義務	義務	推奨
外部評価	推奨	義務	義務	推奨

(注) 日本のグリーンボンドガイドラインでは、各項目において「べきである」「望ましい」「考えられる」と3段階で整理されているが、義務とされるものはなく、すべてが「期待される事項」である。

(出所) 各種グリーンボンドガイドラインより大和総研作成

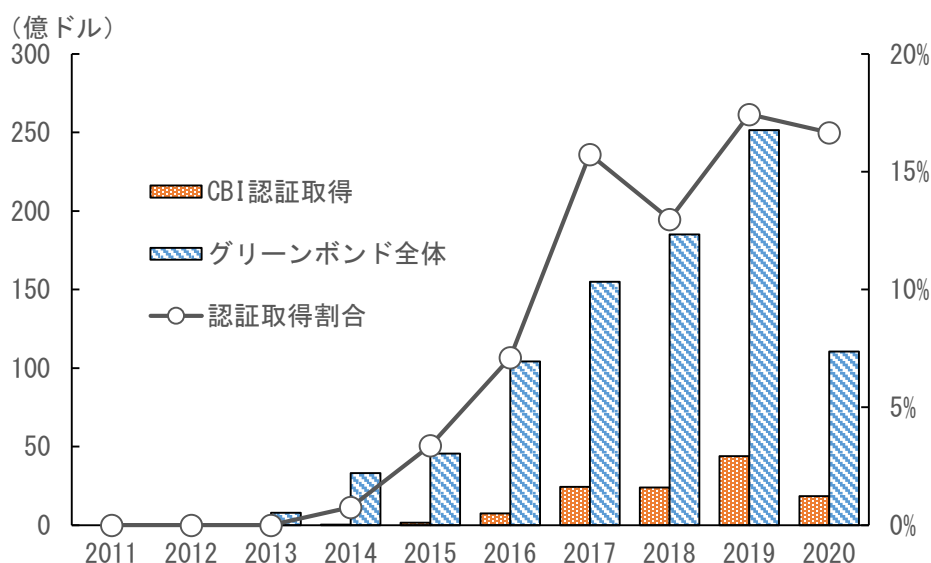
2. グリーンボンドの外部認証とは

図表 1 にある通り、いずれのガイドラインにおいても外部評価が義務ないし推奨として求められている。この外部評価については定義が定まっていないが、本稿では、外部評価をセカンドパーティーオピニオン（コンサルティングレビューや検証など）、外部認証はこの外部評価を得たのちに取得できるものとして、以下考察していく⁴。

外部認証とは、外部機関が認証を付与することにより、適格性を客観的に保証するものである。ただ、EU を中心にタクソノミーの議論が続いているように、現時点でグリーンの定義が画一的ではなく、その適格性を判断することは難しい。結果として、グリーンボンドとしての認証を付与できる機関は数少ない。その中でも世界的に広く認知されているのが CBI の認証である。

図表 2 に CBI 認証を取得したグリーンボンドの発行額の推移を示す。2020 年 6 月 12 日時点で、認証を得ているグリーンボンドの累計発行額は約 120 億ドルであり、グリーンボンド全体の累計発行額（約 900 億ドル）の約 13% が CBI 認証を得ている。また、年別でみた発行額も増加傾向にあり、2019 年には CBI 認証を取得したグリーンボンドは全体の約 17% を占めた。

図表 2 CBI 認証を取得したグリーンボンド発行額の推移



(注 1) 2020 年は 6 月 12 日までのデータである。

(注 2) グリーンボンド全体の発行額は、Refinitiv の集計によるもの。

(注 3) 認証取得割合は、各年で CBI 認証取得の発行額からグリーンボンド全体の発行額を除くことにより算出。

(出所) Climate Bonds Initiative、Refinitiv より大和総研作成

この認証は CBI が付与しており、取得するには前述した CBI のガイドラインを遵守している必要がある。前述の通り、CBI のガイドラインは比較的厳しく、発行体が認証を取得するには第 3 者機関による外部評価なども必須である。

⁴ ガイドラインによっては外部認証を外部評価の 1 つと位置づけている。

グリーンボンド市場が発展途上である中、厳しい基準を満たす必要がある CBI 認証の取得割合が上昇している。この理由として、グリーンボンドの資金使途となる CBI の適格基準を満たすグリーンプロジェクト件数の増加、または既存グリーンプロジェクトの資金調達に向けた CBI 認証取得の増加、といった解釈ができる。ただ、どちらの理由が主であったとしても、環境問題の改善に資するグリーンプロジェクトへの資金誘導がなされていることは確かだろう。

また、現在検討中の新たな認証として、EU のエコラベルがある。現行のエコラベルは製造品に対して付与されるものであるが、この対象範囲を拡張し、金融商品も含めることが検討されている。基本的には、債券やこれを含むファンドの認証は EU GBS に準拠することが想定される⁵。

このほか、外部認証とまでは言えないものの、証券取引所が開設するグリーンボンド市場への上場はこれと同様の効果が期待できると考えられる。証券取引所には上場基準があり、これを満たす企業等が取引所の審査を経て上場できる仕組みである。言い換えれば、時価総額や流動性といった基準を満たしていることを取引所が保証しているわけである。つまり、グリーンボンド市場への上場は、証券取引所がグリーンボンドの適格性を客観的に保証することを意味している。ただし、効果の程度が上場基準や認証取得の厳しさなどによるため、必ずしも同一の効果が見込めるわけではないことに留意する必要がある。

海外の証券取引所では、グリーンボンド独自の上場基準を設けており、上場の可否は上場基準を満たしているか否かで判断される。図表 3 にロンドン、ナスダック、オスロの証券取引所におけるグリーンボンドの上場基準を示す。

図表 3 各証券取引所におけるグリーンボンドの上場基準の概要

上場基準	証券取引所		
	ロンドン	ナスダック	オスロ
GBP	○	○	—
外部評価	○	○	○
レポーティング	○	○	○

(注 1) 図表の“○”は、各証券取引所のグリーンボンド市場において、その上場基準に該当することを指す。

(注 2) 図表の GBP は、ICMA の Green Bond Principles を指す。

(注 3) ロンドン証券取引所は、外部評価の際に、GBP との整合性を確認することを条件としている。

(出所) 各証券取引所の公表資料より大和総研作成

共通しているのは、外部評価の実施とレポーティングが求められる点である。前者は発行前、後者は発行後の適格性を評価することが主な目的であり、図表 3 に例示はしていないが、ルク

⁵ 現在も議論の最中であり、社債に限って対象から除外すべきとの提案もなされていることから、グリーンボンドのエコラベルは必ずしも EU GBS と同一の基準となるわけではない点に留意。

https://susproc.jrc.ec.europa.eu/Financial_products/docs/20191220_EU_Ecolabel_FP_Draft_Technical_Report_2-0.pdf

センブルク証券取引所なども同様の基準を設けている。加えて、ロンドン証券取引所では、外部評価を外部認証やレーティング⁶で代替できるとしており、ここでの上場基準と外部認証の取得は同様の性質を持っていると考えられる。

3. 外部認証の取得には、対応するガイドラインの遵守が必要である

前述の通り、グリーンボンドといっても、ガイドラインは複数存在しており、その厳しさにも差がある。CBI の認証取得が増加傾向にあり、今後 EU のエコラベルも制度化が予定されていることから、グリーンボンドの外部認証やこれを取得する発行体へ衆目が集まると考えられる。しかし、比較的厳しいガイドラインに則った外部認証を取得するには、相応の厳しさを有するガイドラインを遵守する必要がある。第 1 章でガイドラインの厳しさの順位を整理したが、外部認証にはそれぞれ対応するガイドラインがあるため、大が小を兼ねない場合も十分あり得る。

例えば、日本のグリーンボンドガイドラインに則ったとしても、EU GBS に準拠すると想定されるエコラベルを取得することは難しい。一方、EU のエコラベルが取得できたとしても、CBI 認証を取得できるとは限らない。ガイドラインの厳しさの順でいえば、EU GBS は上位であり、これを遵守していれば CBI のガイドラインにも則っているようにも見えるが、より厳しいガイドラインを遵守していればよいというわけではなく、CBI 認証の取得は CBI のガイドラインの遵守こそが求められる。

今後、グリーンボンドを発行する企業は、投資家がどのレベルの基準を求めるのか見極めたうえで、参考にするガイドラインと取得を目指す外部認証を並行して考える必要があるだろう。

本稿では、各グリーンボンドガイドラインの違いと、外部認証の関係性について整理した。次のレポートでは、発行体がグリーンボンドの外部認証を取得する必要性について考察していく。

⁶ ここでいうレーティングは、主に信用格付機関である S&P や Moody's が行うグリーン性の格付けを指す。