

2020年8月24日 全7頁

グリーンボンドの外部認証取得は必要か

外部認証の取得は、追加的なプレミアムを生み出す可能性あり

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]

- グリーンボンドの外部認証は、一般的な製品の環境認証とは異なり、必ずしも投資家に経済的メリットを示すわけではない。
- グリーンボンドは、普通社債に比べて発行体に有利な条件で発行されるケースが確認されており、このプレミアムは「リスク分散」と「投資家の選好」に起因する可能性がある。
- 加えて、グリーンボンドの活用にあたっては、発行体と投資家の双方にレピュテーションリスクを低減させる働きも期待でき、外部認証の取得によってこの効果を増大させる可能性もある。
- ただし、グリーンボンド市場の成長によってリスク分散の効果が希薄化する可能性があることや、レピュテーションに係る効果が社会動向に左右されることから、グリーンボンドの外部認証の費用対効果も変動し得る点には留意する必要があるだろう。

はじめに

近年、発行総額が増加しているグリーンボンドは、環境問題の改善に資する事業を資金用途とするという特性上、この資金用途を客観的に評価するための外部評価¹が求められることが多い。先のレポート²で概説した各ガイドラインでも推奨または義務となっている。外部評価を受けることは、グリーンボンドとしての適格性を客観的に評価される、いわばお墨付きのようなものであるが、外部評価の先に外部認証というものがある。認証という仕組み自体は一般的に珍しいわけではないが、金融商品と環境認証の組み合わせは、これまでの環境認証の役割とはやや異なる。本稿では、製品の環境認証とグリーンボンドの外部認証との違いなどから、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する。

¹ 本稿では、主にセカンドパーティオピニオンを指す。

² 田中大介「[グリーンボンドガイドラインと外部認証の関係](#)」(大和総研レポート、2020年7月1日)

1. 一般的な製品の環境認証とグリーンボンドの外部認証との違い

世界各国に存在する環境認証の付与対象は主に製品である。日本では製品全般に付与されるエコマークや、自動車を対象の低排出ガス車認定制度などが有名だろう。これらが付与されることにより、消費者から見て環境面で適格な製品であること（以下、グリーン性）を判断できるような仕組みとなっている。特に、自動車や家電などでは、エネルギー効率（燃費や省エネ性能など）が高いことを示すことにもなり、消費者に対して客観的に製品の経済的メリットがあることを主張する材料となっている場合がある。

一方、グリーンボンドの外部認証は金融商品を対象に付与される。これも製品の環境認証と同様、グリーン性を判断できる仕組みとなっている。ただ、自動車や家電の環境認証とは異なり、グリーンボンドの外部認証は必ずしも投資家に経済的メリットを示すわけではない。

そもそも、多くのグリーンボンドは発行するまでに外部評価等の追加コストが生じており、発行体からすれば有利な条件で発行することが望ましい。実際、CBI (Climate Bonds Initiative) の調査によると、普通社債に比べてグリーンボンドはベース金利に対するスプレッドがより狭い条件で発行されるケースがいくつか確認されている³。ただし、発行体が同じである場合、普通社債とグリーンボンドは、特約等が付されない限り、デフォルト発生時の弁済は同順位で行われるため、信用リスクは同等であるはずだ。投資家が、信用リスクが同等の普通社債よりも優先して、経済的リターンが劣るグリーンボンドを購入することはあり得るのだろうか。

しかし、近年グリーンボンドの発行額が増加傾向にある⁴ことから、投資家が金融商品のグリーン性に何らかのプレミアムを見出している可能性はある。このプレミアムは「グリーンプレミアム」と呼ばれるものであり、現時点でこれが存在しているか否かについてはコンセンサスが得られていない⁵。

他方、グリーンボンドの流動性は低いとされており⁶、その他の金融商品に比べて価格が安定的であると考えられる。また、投資家からみればグリーンプロジェクトのプロジェクトボンドとして発行されるグリーンボンドへの投資はオルタナティブ投資の側面を持つとされており、リスク分散となる可能性がある。投資家がグリーンボンドに対してリスク分散としての価値を期待しているとすれば⁷、この価値がグリーンプレミアムとして発行体に有利な条件での発行を可能としていることもある程度説明できよう。

ここで、外部認証を付与されたグリーンボンドとそうでないグリーンボンド（以下、通常のグ

³ Climate Bonds Initiative “Bonds and Climate Change: The State of the Market 2018” (2018年9月)

⁴ 脚注2と同じ。

⁵ 普通社債と通常のグリーンボンド、外部認証付きグリーンボンドとの間で発行条件やスプレッドなどに有意差があるかといったデータ検証については、現在のグリーンボンド市場が発展途上であるがゆえに、比較可能な同条件の債券データを得ることが困難であることなども理由の一つとして考えられる。

⁶ 例えば、Wulandari Febi, Dorothea Schäfer, Andreas Stephana, Chen Sun “The impact of liquidity risk on the yield spread of green bonds” Finance Research Letters, Volume 27, Pages 53-59, December 2018 などと言及されている。

⁷ 環境省「平成27年度グリーン投資促進のための市場創出・活性化検討会報告章～我が国におけるグリーンボンド市場の発展に向けて～」(2016年3月)

リーンボンド) との経済的リターンにおける差異を考えたい。先述の通り、グリーンボンドは他の金融商品との価格連動性が低いとされている。グリーンボンドへ投資する際の投資家からの期待がリスク分散以外にないとするれば、グリーンボンドの経済的リターンの優位性はリスク分散に由来する投資需要の差に起因するものである。現在のところ、多くの投資家が長期保有または満期保有目的でグリーンボンドへ投資していることもあり、追加的に外部認証を取得することがリスク分散由来の投資需要を喚起させるとは考えづらい。

2. 外部認証の取得は投資家（消費者）の選好に影響を与えるか

前述の通り、グリーンボンドの外部認証の有無によるリスク分散由来の投資需要の差はほとんどない可能性がある。しかし、リスク分散に由来するグリーンプレミアムとは別に、外部認証の有無で需要の変化が生じる場合には、外部認証を付与されたグリーンボンドの価格が中長期的に上昇し、追加的に外部認証が経済的リターン（プレミアム）を生み出すことも考えられる（図表 1）。本章では、投資家または消費者側の視点に立って、一般的な製品の環境認証を事例に、その購買行動における外部認証の寄与を考察する。

図表 1 グリーンボンドとその外部認証に係るプレミアム

外部認証の有無	プレミアム
外部認証なし	リスク分散
外部認証あり	リスク分散
	需要の増加による価格上昇

（出所）大和総研作成

一般に、消費者が製品を購入する際に、その決め手となる要因はいくつかある。安全性を前提に、主として価格であることは想像に難くないが、デザインや機能性など、複数の要因が混在しており、最終的には、消費者によって異なる各要因の優先順位（比重）から、購入するか否かの判断が下されることとなる。その要因の一つとしてグリーン性が含まれるわけだが、同価格帯である場合に、グリーン性を示す認証が付与された製品を選好すること、認証の有無が価格よりも製品選好に与える影響が大きいことが示されれば、やや簡易的な考察ではあるが、グリーンボンドにおいても外部認証がプレミアムの一端を担う可能性があると言えよう。

まず、消費者がグリーン性を示す認証が付与された製品を選好するかどうかについては、2019年度の消費者意識基本調査⁸によると、日ごろの買い物において、「環境に配慮されたマークのあ

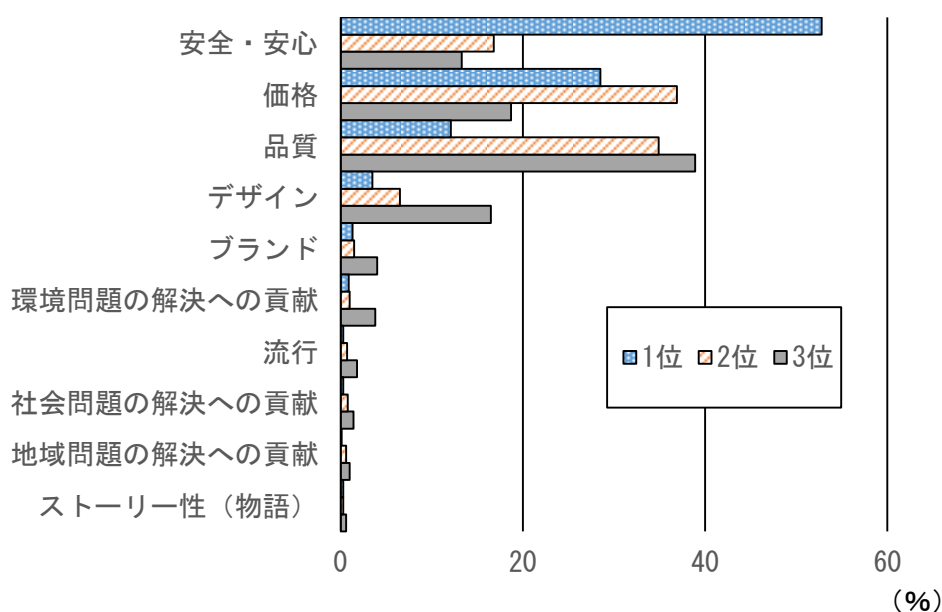
⁸ 回答数は 6,173。

る食品・商品を選ぶ」という項目で意識していると回答した割合は約44%であった⁹。

より重要なのは消費者が価格よりもグリーン性を優先するかである。2017年に公表された「倫理的消費（エシカル消費）」に関する消費者意識調査では、商品・サービス購入時に重視するのは、安全・安心、価格、品質などの順であった（図表2）。環境問題の解決への貢献を1位と回答したのは0.9%であり、購買行動において価格より優位な要因ではないことが示唆される。この調査では環境認証の有無を問うているわけではないが、グリーン性が価格に劣る以上、環境認証についても同様の推察ができればよい。

一方で、同価格帯において環境認証を付与された製品が選好される傾向にあるということは、社会的または倫理的に環境面への配慮を是とする意識が浸透していることを意味しており、グリーン性の客観的な保証が当該製品の需要へ影響を与えている可能性があると言えよう。ただし、グリーン性の表示については、環境認証を取得することが慣例である場合や、環境認証の基準が厳格でなく、比較的取得が容易であるといった、環境認証ごとに異なる性質を持つことには留意して考える必要がある。

図表2 製品の購買行動における環境認証の影響



（注1）回答数は2,500、回答率は小数点第2位を四捨五入。図表中の数値は回答率を示す。

（注2）設問は、「あなたが、商品やサービスを購入する際に重視する観点はどれですか。重視する順に1～7位までお答えください。（お答えはそれぞれ1つ）」である。

（出所）消費者庁 第9回「倫理的消費」調査研究会 資料4「『倫理的消費（エシカル消費）』に関する消費者意識調査」結果報告書（2017年2月7日）より大和総研作成

⁹ 回答の内訳は、「かなり意識している」8.1%、「ある程度意識している」35.9%、「どちらともいえない」27.8%、「あまり意識していない」21.6%、「ほとんど・全く意識していない」5.7%、無回答0.9%であった。設問では価格の仮定が明記されていないものの、おそらく同価格帯における傾向と推察される。

ここで、経済性を重視する投資家においても同様の事象が起こり得るかを考えたい。製品の場合、環境認証が需要へ影響すると言っても、主に購買行動を左右するのは価格である。同様に、消費者を投資家に置き換えた場合、発行条件が同一であれば外部認証付きグリーンボンドが選好される可能性はあろう。

しかし、投資家は主に経済的なリターンを重視する。外部認証の有無にかかわらず、通常のグリーンボンドにおいてもグリーンプロジェクトの適格性を評価する外部評価を受けることは一般的であるため、仮に外部認証付きグリーンボンド発行条件が通常のグリーンボンドに比べて劣後していれば、あえて外部認証付きグリーンボンドへ投資するとは考えづらい。

発行条件が劣後する場合に投資する可能性もゼロではない。受託者責任を負わないような投資家においては、製品同様に社会的または倫理的に投資先を選定する可能性も否定できず¹⁰、外部認証の取得により投資家層が拡大することもあり得る。このような投資家層においては、環境面への配慮をある種のリターンと見なしていることから、グリーンウォッシュを嫌うと考えられる。グリーンウォッシュとは、グリーンボンドの資金使途となるグリーンプロジェクトが実際には環境問題の改善に寄与しないことを指し、これが横行すると第三者がグリーンであることの適格性を客観的に保証する外部認証の価値が上昇すると予想される。その結果、比較的グリーン性を選好する投資家層においては、外部認証付きグリーンボンドの需要が増加する可能性はあろう。

3. 外部認証付きグリーンボンドは、発行体と投資家の双方にメリットあり

2章の考察より、発行体がグリーンボンドの外部認証を取得することは、実際の寄与度は不透明ながらも、投資家の選好へ影響を与え、投資家層の拡大につながる可能性はあろう。しかし、発行体によるグリーンボンドの外部認証の取得は外部評価が必須となることもあり、少なくともコストがかかる。発行体にとってのメリットが投資家層の拡大のみであるとすれば、外部認証の有無に関わらず、グリーンボンドの発行を通じてある程度達成でき、あえて外部認証付きグリーンボンドの発行を選択する必要性は希薄であろう。

ここで、注目したいのがレピュテーションの視点である。まず、通常のグリーンボンドにおけるレピュテーション面でのメリットから整理したい。発行体の場合、グリーンボンドを発行することで、対外的にグリーンプロジェクトへ取り組んでいることをアピールすることができる。単にグリーンプロジェクトを行っている旨を発信することとは異なり、グリーンボンドは調達資金がプロジェクトへ充当されているかを発行後もモニタリング・レポーティングすることが一般的である。外部認証の取得には、これらが義務とされており¹¹、外部認証付きグリーンボンドを発行することは、適切なグリーンプロジェクトの実行可能性が高いことを示す材料となる。

¹⁰ 受託者責任を負う投資家は、受益者の利益を重視した運用が求められるため、経済的リターンを最優先するのが一般的である。他方で、受託者責任を負わない投資家（学校法人、宗教法人など）は自身の選好に基づいた運用を行う場合もある。

¹¹ 脚注2と同じ。

加えて、企業の ESG への取り組みを評価する ESG 格付¹²においても、グリーンボンドの発行が ESG 格付評価を向上させることはあっても、マイナス寄与することは考えづらい。現状、外部認証の有無によって評価に差異が生じるか否かは不透明であるが、ESG 格付の情報としての価値の向上を通じて、外部認証付きグリーンボンドの発行がレピュテーションリスクを低減させる可能性もあろう。

また、投資家も発行体同様、グリーンボンドへの投資はレピュテーションリスクを低減させる働きが期待できる。例えば、今年の株主総会ではメガバンクの石炭関連の投融資方針に対して株主提案がなされた。内容としては、石炭火力関連事業に対する投融資に関する実質的な反対提案であり、株主のグリーン性に対する厳格さが増している。

他方、2020年3月に日本版スチュワードシップ・コードが再改訂されており、新たにサステナビリティの考慮に関する事項が追加されている（図表3）。投資家もサステナビリティという視点を持った運用が求められるようになっており、運用にグリーン性を考慮しないことがレピュテーションリスクとなりつつあると考えられる。この株主提案の事例を踏まえると、受託者責任を負う機関投資家は、受益者の認識次第では、通常のグリーンボンドよりもグリーン性に対して客観的な保証が付与されている外部認証付きグリーンボンドへ投資することを受益者から求められる可能性がある。当然、レピュテーションリスクを低減させることにもつながるだろうし、グリーン性を重視する委託者（受益者）が離れることを防ぐ、言い換えれば運用資産額を減少させないという面でも有意だろう。

図表3 日本版スチュワードシップ・コードの指針の一部

<指針 4-1>

機関投資家は、中長期的視点から投資先企業の企業価値及び資本効率を高め、その持続的成長を促すことを目的とした対話を、投資先企業との間で建設的に行うことを通じて、当該企業と認識の共有を図るよう努めるべきである。なお、投資先企業の状況や当該企業との対話の内容等を踏まえ、当該企業の企業価値が毀損されるおそれがあると考えられる場合には、より十分な説明を求めるなど、投資先企業と更なる認識の共有を図るとともに、問題の改善に努めるべきである。

<指針 4-2>

機関投資家は、サステナビリティを巡る課題に関する対話に当たっては、運用戦略と整合的で、中長期的な企業価値の向上や企業の持続的成長に結び付くものとなるよう意識すべきである。

（注）下線は筆者。原文にある脚注は省略。

（出所）金融庁「『責任ある機関投資家』の諸原則〈日本版スチュワードシップ・コード〉～投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために～」（2020年3月24日）より大和総研作成

¹² 詳細は、田中大介「[ESG格付の評価向上は株価に影響する？](#)」（大和総研レポート、2020年2月18日）などを参照。

4. 今後の展望

本稿では、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を行った。外部認証の取得がグリーンボンドとしての適格性を客観的に保証することから、グリーン性を選好する投資家層による需要の増加が起こる、または発行体と投資家の両者ともにレピュテーションリスクを低減させるといった可能性が考えられる。外部認証の有無による影響の程度は不透明ではあるが、発行体が外部認証を取得するメリットはあると言えよう。ただ、このメリットは通常のグリーンボンドに対して追加的に得られるものであり、外部認証取得のメリットや必要性はグリーンボンドの市場動向に左右されるのではないだろうか。

前章で述べた通り、発行体と投資家の双方にグリーンボンドを活用するメリットが存在するため、グリーンボンド市場はその成長が見込まれるが、今後も青天井に成長していくかは不透明と言えよう。これまで考察してきたグリーンボンドに関するメリットを発行体・投資家別にまとめると図表4のように整理できる。

図表4 グリーンボンドに係る発行体・投資家のメリット

外部認証の有無	発行体	投資家
外部認証なし	投資家層の拡大	リスク分散
	レピュテーションリスクの低減	
外部認証あり	投資家層の拡大	リスク分散
	レピュテーションリスクの低減	

(注) 四角の大きさの違いは、メリットの大きさの違いを意味する。

(出所) 大和総研作成

ここで、注目したいのがリスク分散の視点である。グリーンボンドがリスク分散としてのメリットを有するのは、投資家の長期・満期保有と、一部がオルタナティブ資産の性質を持つことに起因するものである。グリーンボンドの保有期間に関しては、グリーンボンド市場の拡大に伴って、様々な投資家層がグリーンボンド市場へ参入することで、今後短くなる可能性もある。そうなれば、価格が不安定になる場合も考えられ、投資家がリスク分散を目的として投資する意義が薄れることも考えられる。

また、発行体と投資家の双方から見ても、現状グリーンボンドを活用するメリットはレピュテーションの側面が大きく、社会動向に左右されるものである。今後も世界全体としてサステナビリティの潮流は不可逆的であると考えられるが、その強弱は国や地域、時代によってもまちまちとなるだろう。グリーンボンドの外部認証の取得を考えている発行体においては、市場や社会情勢の動向次第で外部認証の費用対効果に変化し得る点に留意する必要があるだろう。