

2021年5月20日 全14頁

「〇〇債券」は新たな資金調達手段として根付くか？

企業によるSDGs債、サステナビリティ・リンク・ボンドの活用動向を探る

金融調査部 研究員 坂口純也

[要約]

- SDGs/ESGの潮流が盛り上がる中、資金調達という観点からは、資金用途を特定するSDGs債や、目標の達成状況によって債券の条件が変動するサステナビリティ・リンク・ボンドといった新しい債券が誕生している。本稿では、特に企業の資金調達に着目してこれら債券の設計や実際の活用動向を分析した。
- SDGs債は資金用途が限定されており、発行に際して追加的なコストが生じることから、他の資金調達手段に比べてやや制約が大きい。ただ、発行プロセスを通じた自社のサステナビリティ活動の高度化やレピュテーションの向上などを望めるとの意見もあり、単なる資金調達以上の意味合いが期待されている側面もある。
- 企業によるSDGs債の活用動向は発行額のほかに、①資金調達手段としての位置付け、②発行企業の広がり、という2つの側面から捉えられる。SDGs債は社債という調達手段の中では存在感を増しているものの、個々の企業の資金調達から見るとその位置付けは限定的である。また、SDGs債を発行した企業の業種には若干の偏りが見られる一方、発行体のESGスコアは高低さまざまである。
- サステナビリティ・リンク・ボンドは、資金用途を制約しない一方でサステナビリティについての目標と未達時のペナルティを負うものである。これまでの発行事例を見ると、目標については排出量の削減を掲げる企業が多いなか、それぞれの事業内容に沿った独自の目標を掲げる例もあった。ペナルティについては、金利のステップアップや償還額の増額が主流だが、これらは投資家と発行体のインセンティブが一致しなくなるという問題を孕んでいる。一部ではこれを解消しようとする工夫も見られており、発行事例の蓄積を通してベストプラクティスが追及されるのが望ましい。

1. 注目が増す SDGs/ESG と金融の接点

このところ、各国の気候変動への取り組みに代表されるように、SDGs/ESG がますます盛り上がりを見せている。金融の文脈においては、サステナビリティの観点からリスク・リターンの評価や商品設計に組み込む努力が続けられている。例えば機関投資家は企業の ESG 要素に着目することで中長期的なリターンの向上を目指し、金融監督当局や中央銀行は、金融機関が運用する資産に内在する気候変動リスクが金融システムの安定性に与える影響について関心を強めている。

こうしてみると、SDGs/ESG と金融の接点は「投資」や「運用」を起点として語られることが多い。資金調達主体である企業にとってこれらの環境変化はどのような影響があるだろうか。本稿では、グリーンボンドやサステナビリティ・リンク・ボンドなどの新たな債券を既存の資金調達手段と比較し、その活用動向を分析する。

2. ラベルボンドの特徴

近年、SDGs/ESG の理念を冠したグリーンボンド、ソーシャルボンド、サステナビリティボンド、サステナビリティ・リンク・ボンドなど様々な債券が新たに考案され、発行されている。2. では、こうした商品の設計を既存の資金調達手段と比較してその特徴を確認する。

図表 1 は、企業にとっての既存の資金調達手段と上記に挙げた新たな社債の特徴を比較したものである。まず、社債のうち、SDGs 債¹とサステナビリティ・リンク・ボンドの違いについて着目したい（以下では便宜的に両者を合わせて「ラベルボンド」と呼称する）。SDGs 債はグリーンボンド、ソーシャルボンド、サステナビリティボンドを総称したもので、それぞれ資金用途を特定して発行されるのが特徴である。例えば、グリーンボンドは環境課題への取り組みに、ソーシャルボンドは社会課題への取り組みに、サステナビリティボンドは環境・社会課題を横断する取り組みに資金用途を紐づけたものとして発行される。

これに対してサステナビリティ・リンク・ボンドは、SDGs 債と異なり資金用途を特定する必要はない。ただし、発行体はサステナビリティ向上のための KPI (Key Performance Indicators) を示したうえで、その KPI に関する野心的な目標 (Sustainable Performance Targets=SPTs と呼ばれる) を設定する必要がある、その達成状況に応じて債券の条件が変化するという設計が施されている。例えば、SPTs を達成できない場合、金利がステップアップするという設計であれば、発行体は金利のステップアップを避けるためにサステナビリティの向上に取り組むというインセンティブが生じることになる。

¹ 本稿執筆時点で、日本証券業協会はグリーンボンド、ソーシャルボンド、サステナビリティボンドを SDGs 債と呼称しており、ここではそれに従っている。

図表 1 企業の主たる資金調達手段の特徴

項目	ローン (注1)	社債		
		普通社債	SDGs債	サステナビリティ・リンク・ボンド
	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			
信用評価の対象	発行体のキャッシュフロー (注2)			
資金使途の制限	貸出条件に依存 (運転資金/設備投資等)	なし	あり (使途はSDGs債の種類による)	なし
金利形態	固定金利/変動金利	固定金利が多い	固定金利が多い	目標 (SPTs) 達成状況に応じて変動 (注3)
諸条件の評価・認定	-	格付を取得して発行 (公募債の場合)	格付を取得して発行 (公募債の場合) SDGs債としての適格性について、外部機関 による評価 (注4) を受けるのが望ましい (recommended)	格付を取得して発行 (公募債の場合) サステナビリティ・リンク・ボンドとしての適 格性について、外部機関による評価を受けるの が望ましい (recommended)
モニタリング/ レポート	決算書類等 リレーションに基づく対話	決算書類等 有価証券届出書/報告書 (公募債の場合)	決算書類等 有価証券届出書/報告書 (公募債の場合) 年に1回以上、資金の充当状況やプロジェク トの進捗についてレポートすべき (should) 定量・定性的にパフォーマンスを評価する のが望ましい (recommended)	決算書類等 有価証券届出書/報告書 (公募債の場合) 少なくとも年1回、KPI/SPTsの状況についてレ ポートすべき (should) 少なくとも年1回、KPI/SPTsについて独立第三 者の専門家による検証を受けるべき (should)、 検証結果は一般に公開されるべき (should)
その他	担保や保証が必要なが多い	社債管理者の設置が必要 (例外有)	社債管理者の設置が必要 (例外有) 調達資金の分別管理が必要	社債管理者の設置が必要 (例外有) SDGs債としての性質を複合させることも可能

(注1) ローンにもグリーンローン等、サステナビリティ・リンク・ローンといったバリエーションが存在する。

(注2) いずれの調達手段においても、プロジェクトやアセットのキャッシュフローを返済原資とするプロジェクトファイナンス/アセットファイナンス型のものがあるが、ここでは一般的なコーポレートファイナンス型のものを想定して記載している。

(注3) サステナビリティ・リンク・ボンドの本質的な要件は SPTs の達成状況に応じて債券の条件を変更することである。ここでは最も一般的とされる金利について記載しているが、償還額や満期、利払い日、オプションなども変更する条件として挙げられる。

(注4) 外部機関による評価の具体的な形態としては、セカンド・パーティー・オピニオン、検証、認証、レーティング、スコアリングなどの形態が挙げられる。

(注5) SDGs 債、サステナビリティ・リンク・ボンドの条件等については、ICMA の原則等を参照した場合の例。

(注6) 日本証券業協会は、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 債と呼称している (本稿執筆時点)。

(出所) ICMA、各種資料より大和総研作成

2.1. ラベルボンド起債時の要件

これらラベルボンドを発行する場合、普通社債とは異なるいくつかのプロセスを経る必要があり、国際資本市場協会 (以下、ICMA とする) が、それぞれの社債が満たすべき原則等を策定している。このうち、グリーンボンドについては環境省がグリーンボンドガイドライン²を定めており、日本の発行実務に即して参照しやすいよう整備されている。

例えば SDGs 債であれば、ICMA の原則等ではその資金使途とラベルの種類 (例えばグリーンボンドであれば資金使途が環境に資するものかどうか) についての外部評価に加え、資金の充当状況や資金使途対象のプロジェクトの進捗、そのインパクトについてのレポート

² 環境省「[グリーンボンドガイドライン 2020年版](#)」。なお、ローンについても「[グリーンローン及びサステナビリティ・リンク・ローンガイドライン 2020年版](#)」が定められている。

グなどが要求の程度の違い (should/recommended/encourage) とともに記載されている。サステナビリティ・リンク・ボンドであれば、掲げる SPTs の適格性 (十分に野心的なものであるかどうか) についての外部評価のほか、SPTs についての検証及びレポーティングについて定められている。いずれにせよ、発行体やアレンジャーはこうした原則やガイドラインを参照しながら、それぞれの資金使途や目標に基づいたラベルボンドを起債することになる。

2.2. ローン・普通社債とどう異なる？

このように、これらラベルボンドは通常のローン・普通社債に比べて、起債時に外部評価を取得することや目標を設定することが一般的には必要なうえ、発行後に適宜レポーティングを行わなければならない。加えて、SDGs 債であれば調達資金を他の資金と分別して管理したうえで表明した資金使途のみに用いる必要があり、サステナビリティ・リンク・ボンドであれば目標の達成状況で債券の条件が変化するという特徴がある。

他方で、資金の出し手である投資家からすると、いずれの社債でも (プロジェクトファイナンス/アセットファイナンス型の設計が施されていない限り) 信用力の評価対象は発行体のキャッシュフローであるという点で共通している。特に SDGs 債は資金使途を特定している一方で、返済原資は発行体のキャッシュフローである。つまり、資金使途の対象の事業やプロジェクトの動向は信用力評価の観点からすると本質的には関連が薄いといえる。

よって発行体からすれば、ラベルボンドは発行に追加的な費用がかかるうえ³、ローンや普通社債で調達した資金に比べて、資金の自由度が低い (SDGs 債)、ないしは金利がステップアップするなどのリスクがある (サステナビリティ・リンク・ボンド) といえる。なお、グリーンボンドは、同一条件と見なせる普通社債に比べて低い利回りで流通市場で取引されているという事例 (グリーンアム⁴) も確認されている⁵。上述のように普通社債と SDGs 債の信用力の評価対象が同一であることに鑑みれば、グリーンアムは投資家の旺盛な投資需要と発行事例の少なさという需給構造によって生じていると考えられ、この現象が安定的なものかを見極めるにはより多くの事例の蓄積を待つ必要があるだろう。

このようにラベルボンドの商品性自体に財務的なメリットは見いだしにくい。実際に発行体の立場からは、「発行体としてのメリットなんですけれども、基本的にその ESG に対する取組を金融市場を通じてアピールできるということで、IR 的な効果は非常に高いと思うのですけれども、経済的メリットは実はあまりなくて」⁶と債券そのものの条件が重視されているわけではないことがうかがえる。

とはいえ、ラベルボンドの発行を通じて、ESG に関心を持つ投資家との接点の形成や自社のサ

³ 環境省は「グリーンボンド等発行促進体制整備支援事業」という制度で、グリーンボンドの発行に際して外部レビューやコンサルティングを行う事業者へ補助金を付しており、間接的に発行体の負担の軽減を図っている。

⁴ グリーン (Green) の債券にプレミアム (Premium) が付されることを指す造語。

⁵ 例えば Zerbib (2019) は、グリーンボンドの方が、平均的に 2 ベーシスポイント利回りが低いとしている。

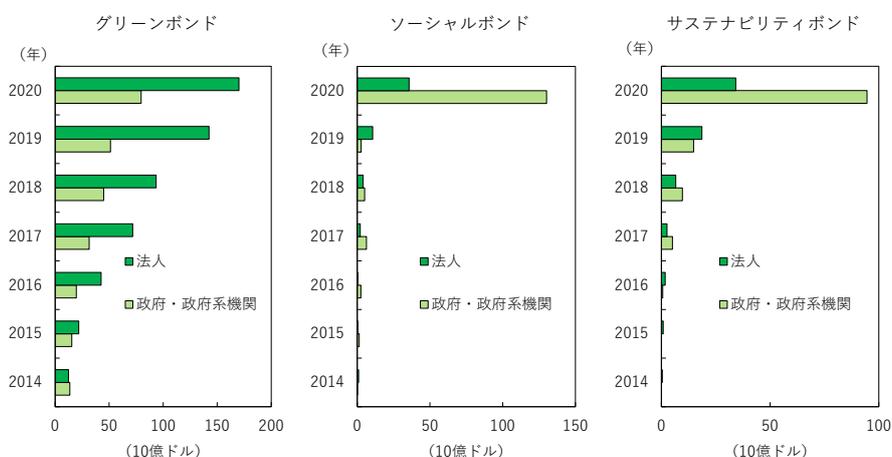
⁶ 金融庁「『ソーシャルボンド検討会議』(第1回): 議事録」。

ステナビリティ活動の高度化、レピュテーションの向上など、普通社債の発行では得られない要素も多くある。グリーンボンドを発行した企業の財務担当者にアンケートやインタビューを行った Harrison, Muething, and Tukiainen (2020) によると、多くの担当者が、債券のプライシングはあくまで付随的な要素であって、レピュテーションの向上のほか、発行に際して自社事業・製品の気候変動リスクを把握できたことや、投資家基盤が拡大したことなどがメリットであったとし、発行にかかったコストはこれらのメリットで正当化され得ると回答している。

3. 世界・日本における発行動向

企業による実際の活用動向を見る前に、SDGs 債の発行動向を確認しておこう。まず、世界全体での SDGs 債の発行額の推移を見ると（図表 2）、いずれの種類のものでも発行額が伸びていることがわかる。グリーンボンドは過去から継続的に発行額が増加している一方で、ソーシャルボンドやサステナビリティボンドは 2020 年に政府・政府系機関による発行額が急激に増加していることが見受けられる。背景の一つとしては、ICMA が 2020 年 3 月に新型コロナウイルス感染症への対応を資金使途とするのはソーシャルボンド原則の示す資金使途に適合するとした Q&A やケーススタディを公表したことがあると見られる。

図表 2 世界の SDGs 債発行額

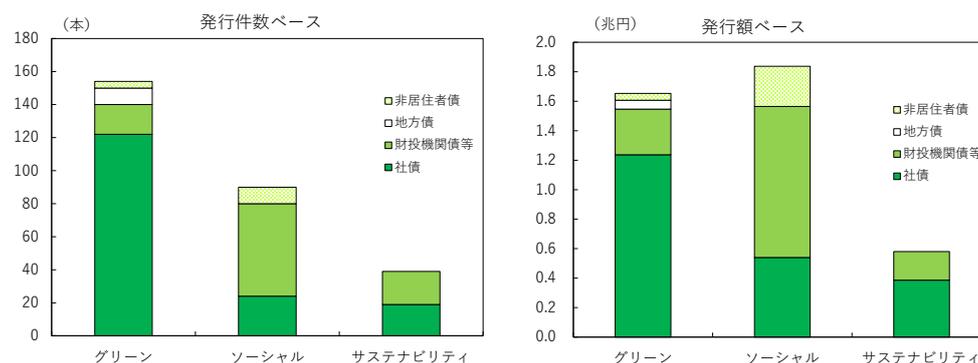


(注) 発行体属性による区分。

(出所) Refinitiv より大和総研作成

日本については 2018 年ごろまで発行事例が少ないことから、過去からの累積での発行件数・発行額を見ると（図表 3）、発行件数ではグリーンボンドが最も多く、発行額ベースではソーシャルボンドが最も多い。債券種別に見ると、発行件数・発行額ベースいずれにおいても、グリーンボンドでは社債の割合が高く、ソーシャルボンドでは財投機関債等の割合が高い。先の場合と同様、ソーシャルボンドについては、社会課題の解決への取り組みを資金使途とすることから公的機関による発行が行われやすい傾向にある。これまでのところは、企業にとっては、グリーンボンドが SDGs 債の中では最も身近な調達手段であるといえよう。

図表3 国内におけるSDGs債の発行動向



(注) 2016年1月から2020年12月までの起債分。

(出所) 日本証券業協会より大和総研作成

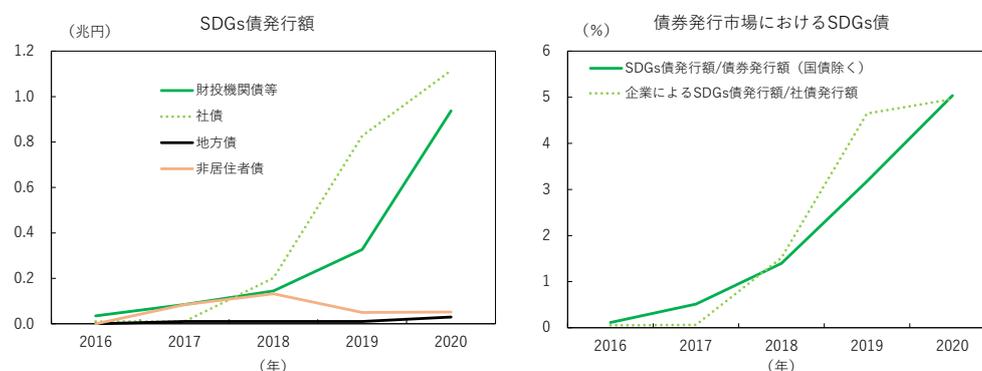
4. SDGs債は既存の資金調達手段を代替し得るか？

このようにSDGs債の発行は盛り上がっている。とはいえ、既存の資金調達手段と比較してどの程度の存在感があるといえるだろうか。以下では社債発行市場というマクロの視点と個社の資金調達というミクロの視点から分析していく。

4.1. 発行市場から見たSDGs債

国内の債券の発行市場という観点から評価すると、SDGs債の発行額は、2018年以降社債・財投機関債等を中心に大きく増加しているのを確認できる(図表4左図)。ここから、SDGs債発行額が債券発行額(国債除く)に占める割合と、企業によるSDGs債発行額が社債発行額に占める割合を計算すると(図表4右図)、どちらの割合も上昇を続けており、2020年には5%程度の割合を占めていることがわかる。債券の発行市場においては、SDGs債は徐々に存在感を増していることが指摘できる。

図表4 国内におけるSDGs債の発行額の推移



(出所) 日本証券業協会、証券保管振替機構より大和総研作成

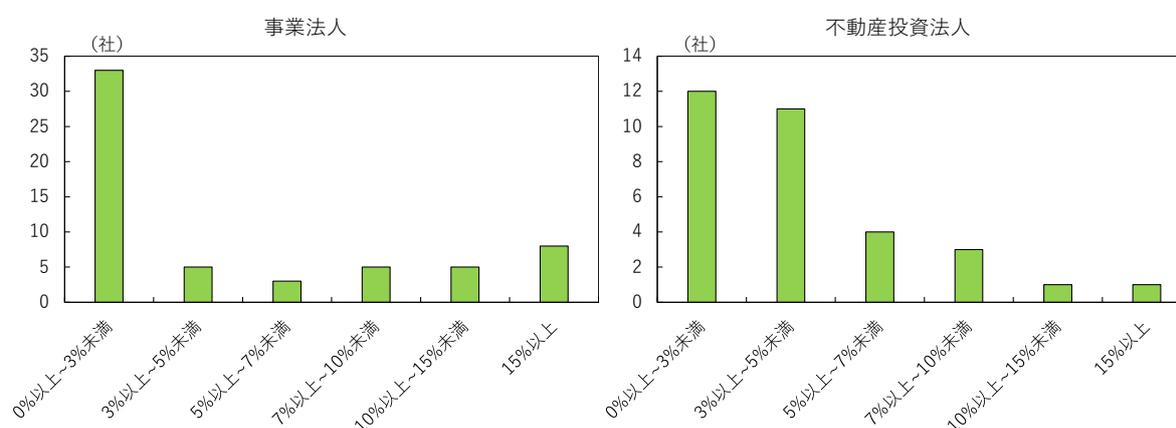
とはいえ、SDGs債のそれぞれの資金使途は、一般的な設備投資や経常的な支出に比べれば自

ずと限られるわけであり、普通社債と異なり発行額には限度がある。投資家側の SDGs/ESG に関連する商品への投資需要が増すにつれ、この点はネックとして顕在化する可能性がある。

4.2. 個社の資金調達から見た SDGs 債

次に個々の企業の資金調達という観点からは SDGs 債の存在感はどう評価できるだろうか。図表 5 は、SDGs 債を発行した国内の事業法人と不動産投資法人について、有利子負債に占める SDGs 債発行金額の割合を計算したものである。業種や事業内容による負債構成の違いを無視した粗い値ではあるが、事業法人についてはほとんどの企業で 0%以上 3%未満であり、有利子負債による調達のうちわずかな割合を占めるにすぎない。不動産投資法人については事業法人よりやや高い割合を示しているものの、依然有利子負債に占める割合としては小さいと言える。

図表 5 企業の有利子負債のうち SDGs 債が占める割合



(注 1) 対象は、国内のグリーンボンド、ソーシャルボンド、サステナビリティボンドの発行企業で、財務データが入手できた 58 の事業法人と 31 の不動産投資法人。

(注 2) 事業法人には銀行業、その他銀行業、証券業を含まない。

(注 3) 有利子負債は直近本決算ベース。なお、リース債務を含めない。

(注 4) 外貨建ての SDGs 債は発行時点の為替レートで円に換算。

(出所) QUICK、Refinitiv、各社開示資料より大和総研作成

この背景としては、そもそも社債が企業の有利子負債に占める比率が高くないこと⁷、企業が SDGs 債の発行を始めたのが比較的最近であるということなどがあるが、そもそも債券の性質上、SDGs 債を主たる資金調達手段としては位置付けにくいことを指摘できる。2.1. で述べたように、SDGs 債によって調達した資金は、事前に表明した特定の資金用途にしか充当することができず、発行体は調達した資金を分別管理のうえ、充当状況をレポートする必要がある。つまり、企業にとっては制約が大きい資金であって、既存の融資や普通社債といった資金調達手段を代替する可能性は高くないと考えられる。

⁷ 財務省の法人企業統計によると、資本金 1 億円以上の企業で社債が有利子負債に占める割合は約 20%である。

5. SDGs 債発行企業のすそ野は広いのか？

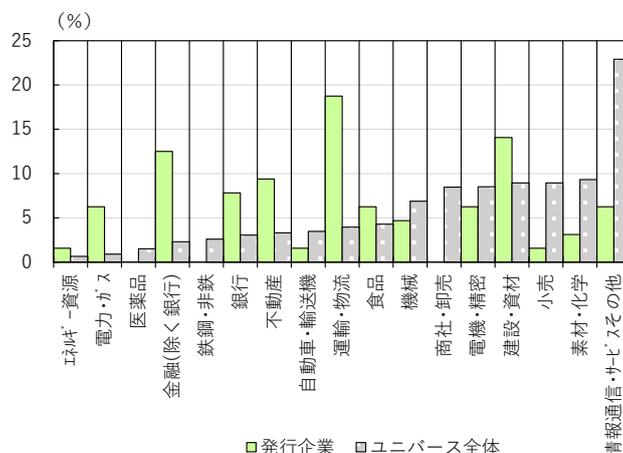
企業による SDGs 債の活用動向を見るうえでは、4.に見た資金調達額という規模のほかにも、SDGs 債を発行した企業（以下、発行企業とする）の範囲を確認する必要もある。すなわち、資金使途の制限やレポーティングといった負荷などを踏まえると、SDGs 債が特定の業種やサステナビリティへの意識が高い企業による局所的な流行にとどまっている可能性もある。以下では業種と ESG スコアという切り口から発行企業の裾野の広がりを検討していく。

5.1. SDGs 債発行企業の業種分布

業種に着目して発行企業の分布を見たのが図表 6 で、東証 1 部・2 部上場企業をユニバースとして、ユニバース全体での企業数の業種別の分布と、発行企業の業種別の分布を比較したものである。ユニバース全体に比べて発行企業の割合が高い業種は、運輸・物流、建設・資材、金融（除く銀行）などである。これらの業種によって発行された SDGs 債の具体的な資金使途を見ると、運輸・物流では車両や船舶の省エネ化や施設のバリアフリー化、建設・資材では環境認証を取得した建物の建設資金、金融（除く銀行）ではリースに用いる太陽光発電設備の取得などが挙げられている。

一方、ユニバース全体で高い割合を占める情報通信・サービスその他や素材・化学、小売、商社・卸売などではあまり活用が進んでおらず、SDGs 債の発行体の裾野の広がりには偏りがあるといえよう。業種によっては、SDGs 債の資金使途に沿う事業機会が少ないということが背景にあると考えられる。ただし、発行企業の中には、資金使途（の一部）として、自社設備の空調機器の更新や照明器具の LED 化、社屋への太陽光パネルの設置、社用車の電気自動車化、消毒液・検温機器の購入などを挙げている例もあり、業種や事業内容を問わずとも SDGs 債を発行する余地があるとも考えられる。

図表 6 SDGs 債発行企業の業種構成



(注 1) ユニバースは東証 1 部・2 部上場企業、2021 年 4 月末時点。

(注 2) 業種は東証 17 業種区分ベース。

(注 3) 発行企業は、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のいずれかを発行したことがある企業。

(出所) QUICK, Refinitiv より大和総研作成

5.2. SDGs 債発行企業と ESG スコア

次に、企業の ESG への取り組みを表すとされる ESG スコア⁸からも発行企業の特徴を見てみよう。ESG スコアは様々な企業によって様々な方法で算出されており、湯山（2020）によると「ESG に関する開示度合い」を客観的に評価したものと「ESG への取り組み」を定性面も含めて評価したものに大まかに分類できるという。ここでは前者の代表的な例として Bloomberg ESG 開示スコアを、後者の代表的な例として S&P CSA (Corporate Sustainability Assessment) を取り上げる⁹。果たしてこうしたスコアが企業の ESG に対する意識や取り組みの程度を表すかには留意が必要であるものの、直感的には、SDGs 債を発行する企業は ESG への意識が高いという関係を想起できる。

図表 7 は、東証 1 部・2 部上場企業のうち、それぞれのスコアが付されている企業をユニバースとして、時価総額（対数目盛）とスコアの関係を見たものである。まず、Bloomberg ESG 開示スコアの全体の分布を見ると（左上図）、緩やかではあるが時価総額が大きい企業でスコアが高い傾向が確認できる。このうち発行企業については、時価総額とスコアの間に明確な関係は見られず、ESG スコアが低い企業からの発行事例も確認できる。ただ、発行企業の時価総額がやや大きい（おおむね 1,000 億円以上）ことから、結果としてユニバース全体と比較した場合、発行企業の方がスコアが高い傾向にある（右上図）。

S&P CSA について見ると（左下図）、全体の分布としては、時価総額 1,000 億円以上からスコアの分布に大きな分散が見られる点の特徴である。このうち発行企業のスコアについてみても同様に大きなばらつきが見られており、スコアが低い企業による発行事例も確認できる。ユニバース全体と発行企業のスコアの分布を比較すると（右下図）、発行企業の方が低スコアの企業の割合が低いことが見受けられる。

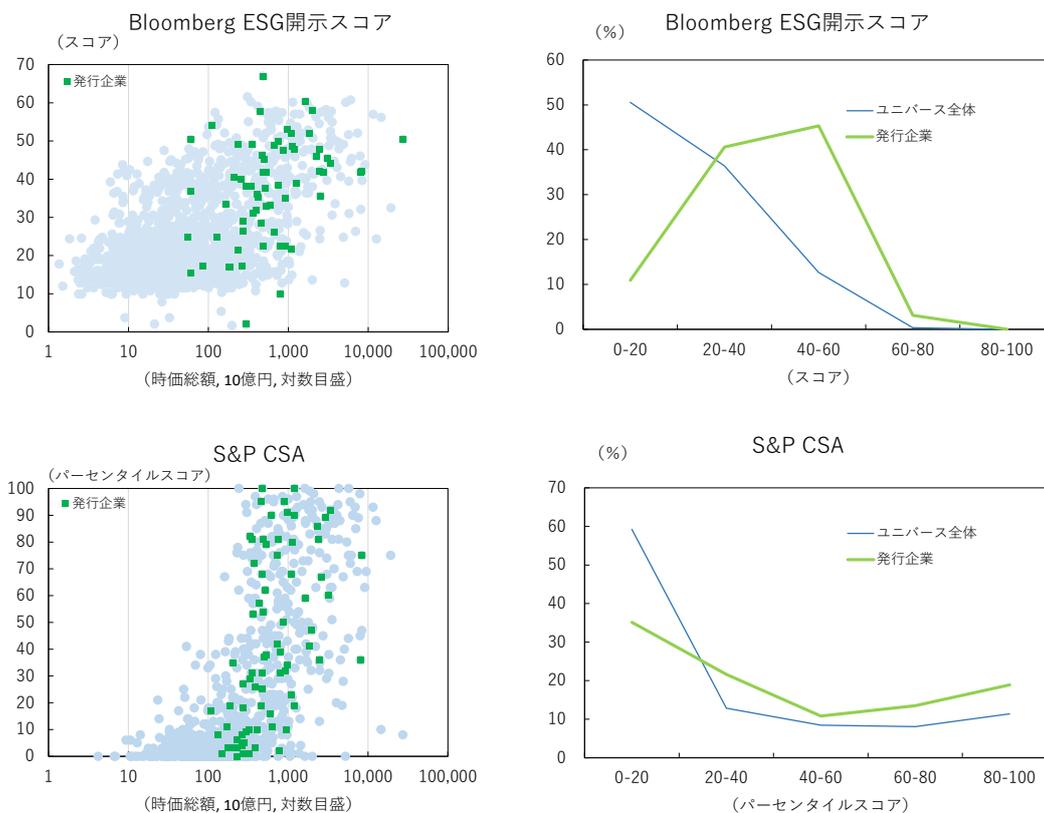
このように、あくまで ESG スコアという尺度を通して見た場合ではあるが、SDGs 債の発行と企業の ESG に対する意識や取り組みには明確な関連が見られず、スコアが高い企業も低い企業も SDGs 債を発行しているようである。

ただ、時価総額の小さい企業（1,000 億円以下）からの発行事例がこれまであまり見られていないことは注目に値する。社債の発行はコストがかかるため元来大企業による発行が中心であることもあるが、SDGs 債の発行にあたっては外部評価を受けたり、資金用途についての継続的なレポートを行うたりする必要があるなど事務面を含めた追加的なコストがかさむことがネックとなっている可能性がある。

⁸ ESG 格付とも呼称されることがある。

⁹ Bloomberg 開示スコアは開示項目の有無を積み上げて算出したスコアであるのに対して、S&P CSA は企業への質問票とその回答を用いて総合的に評価したスコアである。

図表 7 発行企業の ESG スコアの分布



(注 1) ユニバースは、東証 1 部・2 部上場企業および東証 REIT 指数構成企業のうちそれぞれのスコアが付されている企業。2021 年 4 月末時点。

(注 2) S&P CSA のスコアは、トータル・サステナビリティ・スコアをパーセンタイルスコアに変換した値。

(注 3) 各スコア・時価総額ともに 2021 年 3 月末時点。

(出所) S&P、Bloomberg より大和総研作成

6. サステナビリティ・リンク・ボンドの萌芽

6.1. サステナビリティ・リンク・ボンドに内在する論点

2.1. で見たように、サステナビリティ・リンク・ボンドは資金用途の制限がないため、調達した資金の自由度とサステナビリティへの取り組みを両立するには有効な選択肢になる。これまでのところ、SDGs 債に比較して、サステナビリティ・リンク・ボンドの発行事例は少ないものの、資金調達手段としての活用の余地は小さくない。

とはいえ、サステナビリティ・リンク・ボンドもその設計にいくつかの課題を抱えている。まず、SPTs 未達時に金利がステップアップしたり、償還額が増額されたりという一般的な設計のもとでは、投資家と企業のインセンティブが一致しないというジレンマを内包している。具体的には、SPTs の達成状況と経済的価値が結びつけられているため、投資家からすれば「SPTs を達成できなさそうな発行体のサステナビリティ・リンク・ボンド」を選んで購入することが経済

合理的になる¹⁰。これはサステナビリティ向上のための資金の循環を形成するという SDGs/ESG の価値観とは相反する。

また、SPTs を達成できなかったとして、そのペナルティの見返りをなぜ投資家が享受するの かという倫理的な論点もある。企図していたサステナビリティの向上という便益は広く社会に 帰属するものと考えられる一方、目標未達に伴うペナルティの支払いは投資家に帰属する。「発 行体がサステナビリティの向上を十分に果たせなかったこと」によって投資家が追加的な収益 を受け取ることに倫理的な観点から疑問符を付す向きもあるだろう。

6.2. 工夫が見られる KPI やペナルティの設計

サステナビリティ・リンク・ボンドの要諦は、①何を KPI とするか、②どれだけ野心的な SPTs を設定するか、③SPTs 未達時の条件変更をどう設計するか、である。このうち、①、③につい てこれまでの発行事例からその動向を確認したい。

図表 8 は、これまで世界で発行されたサステナビリティ・リンク・ボンドで設定されている KPI と SPTs 未達時のペナルティをまとめたものである。まず、KPI については、温室効果ガス や二酸化炭素の排出量の削減ないしは炭素原単位（排出量を活動量等の単位で除したもの）の 改善を目標としている企業が多い。細かく見ると、排出量についてはスコープ¹¹の違いも見られ た。

企業の事業内容に沿った特徴的な KPI もいくつか見られる。例えば、包装資材の製造を行う ブラジルの Klabin は、水消費原単位・水再利用率や絶滅危惧種の再野生化を KPI として取り上 げている。これは製品の製造に際して、水や木材を使用することが反映されているといえる。ま た、傘下にスーパーマーケットを抱える小売業の Ahold Delhaize は、二酸化炭素排出量の削減 のほか、食品廃棄物の削減を KPI として採用している。

SPTs 未達時のペナルティに目を向けると、金利のステップアップを採用している例が多く、 償還額の増額がそれに次ぐ。複数の KPI を設定している場合、未達 SPTs の数に応じて金利の ステップアップの回数が重ねられるものもあった。これらのペナルティはインセンティブの設計 としてはわかりやすいものの、6.1. で述べたような投資家と企業のインセンティブの不一致や ペナルティ受領の倫理的正当性などの課題が伴う。

興味深い例として、カーボンオフセットの購入をペナルティとして掲げている企業が見られ た。これは、SPTs 未達時に債券発行額の（例えば）25 ベーシスポイント分のカーボンオフセッ

¹⁰ ここでいう投資家は「当該のサステナビリティ・リンク・ボンドに投資する投資家」を指している。これとは異なり株式投資家（株主）は、その程度にもよるが、ペナルティ発生（金利ステップアップ等）によって資本コストが上昇するのを回避するのを避けるべく発行体にサステナビリティの向上を求めると考えられる。その場合、発行体と株式投資家のインセンティブは一致する。

¹¹ 事業活動のうち、どの範囲までを排出量として計上するかという概念。環境省グリーン・バリューチェーンプラットフォームによると、スコープ 1 は事業者自らによる温室効果ガスの直接排出（燃料の燃焼、工業プロセス）、スコープ 2 は他社から供給された電気、熱・蒸気の使用に伴う間接排出、スコープ 3 はスコープ 1・2 以外の間接排出（事業者の活動に関連する他社の排出）、とされている。

トを購入するという仕組みである。ペナルティが投資家に還元されないという点でインセンティブの不一致を引き起こさないし、かつカーボンオフセットという形でサステナビリティ向上の目標未達の責任を果たすものである。こうした設計であればサステナビリティ向上という目的と整合的な資金の循環を形成できるといえそうだ。

図表 8 サステナビリティ・リンク・ボンドの KPI と目標未達時のペナルティ

KPI	採用債券数									
炭素原単位										10
排出量 (スコープ1・2)						7				
排出量 (スコープ3)				4						
再生エネルギー比率				4						
資源リサイクル比率				3						
その他：										
食品廃棄物の削減 (小売)										
代替燃料駆動の船舶等への投資額 (海運)										
水消費原単位・水再利用・絶滅危惧種の再野生化 (紙パルプ)										
低所得国での患者治療数 (製薬)										
再生エネルギー (電力)										
女性管理職比率 (エネルギー)										

ペナルティ	採用債券数									
金利のステップアップ										17
償還額の増額				4						
カーボンオフセットの購入				2						

(注 1) 対象は、本稿執筆時点で ICMA のウェブサイトに記載されている 26 社のうち、債券の条件が確認できたもの。

(注 2) 炭素原単位は、温室効果ガスや二酸化炭素の排出量を何らかの単位で除したものを指している。

(注 3) その他のカッコ内は KPI 採用企業の事業内容。

(出所) ICMA より大和総研作成

次に、日本で発行されたサステナビリティ・リンク・ボンドについても見てみよう (図表 9)。これまでのところ 4 社の発行事例が見られている。KPI を見ると、うち 3 社で再生エネルギー利用率が採用されている。また、3 社で商業施設の竣工や関連ビジネスの売上など「サステナビリティ向上のための行動」と紐づけられている。これは、図表 8 で大宗を占めていた排出量の削減のような「サステナビリティ向上の結果」とは目標の置き方が異なるといえよう。「サステナビリティ向上のための行動」を KPI とする背景には、中期経営計画等の目標計数との整合性が取りやすいということがありと推察される。

SPTs 未達時の条件変更については野村総合研究所を除く 3 社で金利のステップアップや償還額の増額となっている。野村総合研究所についてはやや複雑な設計になっていて、債券を 12 年の年限として発行しつつも、発行から 10 年が経過するまでに 2 つの SPTs を達成した場合、同社は 10 年 6 ヶ月時点で期限前償還を行うことができる。同社は 12 年年限での債券の償還となっても同社の資金調達にデメリットが生じないようにしていることで、投資家と企業のインセンティブの不一致を解消することを試みたとしている。このほか報道によると国内航空会社が、ペナルティとして環境団体等への寄付を掲げたサステナビリティ・リンク・ボンドの起債を準備していることが報じられている。

図表9 国内におけるサステナビリティ・リンク・ボンドの発行事例

発行体	年限	(当初)利率	発行額 (億円)	発行条件と連動する目標 (KPIとSPTs)	条件変更	その他
ヒューリック	10年	0.440%	100	① 2025年までにRE100(注)を達成 ② 2025年までに銀座8丁目開発計画における日本初の耐火木造12階建て商業施設を竣工	①、②いずれかが未達の場合、0.1%のクーポンステップアップ	-
芙蓉総合リース	7年	0.380%	100	① グループ消費電力の再生可能エネルギー利用率50%以上(期限:2024年7月) ② 「芙蓉再エネ100宣言・サポートプログラム」及び「芙蓉ゼロカーボンシティ・サポートプログラム」の累計取扱額50億円以上(期限:2024年7月)	①、②いずれかが未達の場合、0.1%のクーポンステップアップ	-
高松コンストラクショングループ	5年	0.290%	100	・ グループ会社全体のSDGs貢献売上高が将来(2022/3期以降)4か年度累計で3,911億円以上	SPTsが未達の場合、償還金額を増額(100円につき0.5円のプレミアム)	グリーンボンド
野村総合研究所	12年	0.355%	50	① 2030年度にグループの温室効果ガス排出量(スコープ1+2)が2013年度比で72%以上削減されていること ② 2030年度に、野村総合研究所のデータセンターにおける再生可能エネルギー利用率が70%以上であること	①、②のいずれも達成した場合、2031/9/30に発行体は期限前償還を行える	コール日以降の利率は0.811% (当初利率はコールまでの10.5年に対するもので、利率の上昇はコールが行使されないことによって年限が延びる利率差を発行時まで遡って補完するもの。金利のステップアップではない。)

(注) 事業で使用する電力の100%を再生可能エネルギーで賄うこと。

(出所) 各社開示資料、Refinitivより大和総研作成

以上に見てきたように、サステナビリティ・リンク・ボンドはこれまでの発行事例が少ないにもかかわらず、様々なKPIや条件変更の仕組みが見られている。特に条件変更については、単純な仕組みでは投資家と企業にインセンティブの不一致が生じる。こうした課題に対応するべく工夫を施した独自の設計も試みられており、今後も発行事例の蓄積を通してベストプラクティスの追求が期待される。

7. おわりに

本稿では、企業によるSDGs債やサステナビリティ・リンク・ボンドといった新たな債券の活用動向を見てきた。

資金調達という観点からは、企業によるSDGs債の活用は限られたものとなるだろう。資金使途の制限があることから資金の自由度は低いうえ、対象となるプロジェクトも一般的な支出に比べれば自ずと限られる。実際に、個々の企業の資金調達というミクロの観点から見れば、ローンや普通社債といった通常の資金調達手段に比べればその規模は限られたものとなっていることを確認した。

ただし、これはSDGs債の活用が広がらないということの意味するわけではない。多様な企業がそれぞれの事業で果たせるサステナビリティの向上を探求し、多種多様なSDGs債の発行が行われればマクロで見たSDGs債の市場にも深みが出るのが期待される。本文で確認したようにESGスコアの高い企業も低い企業もSDGs債の発行を行っており、SDGs債の発行は一部のサステナビリティ意識の高い企業による局所的なブームではなく、より広範な取り組みとなっている。また、ここもと脱炭素化・低炭素化を進めていく移行段階に際して行う資金の調達を指すトランジションファイナンスという考え方も徐々に具体化されており、業種や事業内容を問わない形で発行体の裾野が一層広がるのが期待される。

サステナビリティ・リンク・ボンドについては、SDGs債と異なり、資金使途の制限がないということから個々の企業の資金調達手段としてより高い位置付けとなるポテンシャルがある。SPTs未達時のペナルティの設計については課題が残るものの、発行事例の蓄積を通してより実効性のあるKPI・ペナルティの設計が見いだされるのが望まれる。

最後に、調達した資金を投じたプロジェクトの進捗や結果として生じたインパクトに注目することが、ラベルボンドを新たな資金調達的手段として根付かせるのに重要であることを強調したい。これまでは、ラベルボンドという商品の新しさも相まって、発行の有無やその規模が注目されていた嫌いがあったことは否めない。しかし、そもそもラベルボンドの本懐は①サステナビリティ向上に資するプロジェクトを発掘・組成することに加え、②それによって実際にサステナビリティを向上させること、の両輪で成り立っている。

よって、企業がプロジェクトやKPIの進捗を適宜レポーティングするのはもちろんのこと、投資家がラベルボンドへの投資表明で満足することなく、自らが投じた資金が真にサステナビリティの向上につながっているかを継続的に確認することが重要である。そうしたサイクルを通じてSDGs債の資金使途の目利きやサステナビリティ・リンク・ボンドの設計の高度化が行われることが期待される。ラベルボンドを一過性のブームに陥らせないためには、発行と投資だけでなく、調達した資金がもたらしたインパクトのレポーティングとその評価を欠かさないことが求められるだろう。

参考文献

- Harrison C., Muething L., and Tukiainen K. (2020) “Green Bond Treasurer Survey”, Climate Bond Initiative, April 2020
- Zerbib, Olivier David, (2019) “The effect of pro-environmental preferences on bond prices: Evidence from green bonds” Journal of Banking and Finance, Vol.98 pp. 39-60
- 湯山智教 (2020) 『ESG投資とパフォーマンス—SDGs・持続可能な社会に向けた投資はどうあるべきか』, 一般社団法人金融財政事情研究会