

拡大するグリーンボンド市場とその課題①

～発行市場の動向と透明性確保への取組み～

経済環境調査部 研究員 物江陽子

グリーンボンドとは、環境問題の解決に資する事業に用途を限定して資金調達する債券で、近年発行額が急増しています。今回は、グリーンボンドの定義、発行市場の動向と透明性確保への取組みなどについて紹介します。

1. グリーンボンドとは

グリーンボンドとは、環境問題の解決に資する（グリーンな）事業に用途を限定して資金調達する債券です。その発行体は、国際機関、中央政府、地方政府、金融機関、事業会社など多岐に渡ります。グリーンな事業としては、再生可能エネルギーやエネルギー効率改善、自然資源の持続可能な管理、生物多様性の保全やクリーンな交通など様々なものがあります。

グリーンボンドの発行が始まったのは2007年頃とされています。2007年には欧州投資銀行が、気候変動対策に特化した債券“Climate Awareness Bond”（気候変動に関心ある債券）を発行しました。この債券はリターンが株式指数のパフォーマンスに連動し、CO₂排出権のオプションがついた仕組債¹で、受取金の用途を再生可能エネルギーとエネルギー利用の効率化に関する事業への融資に限定したものでした。“グリーンボンド”と銘打ってはいませんでした。受取金の用途を環境技術に限定していることからグリーンボンドの原型と言われています。そして2008年には、国際復興開発銀行が初めて“グリーンボンド”と銘打った債券を発行しました。北欧の機関投資家の要望が発行のきっかけになったということです。これを契機に、国際開発金融機関によるグリーンボンドと銘打った起債が活発に行われるようになりました。

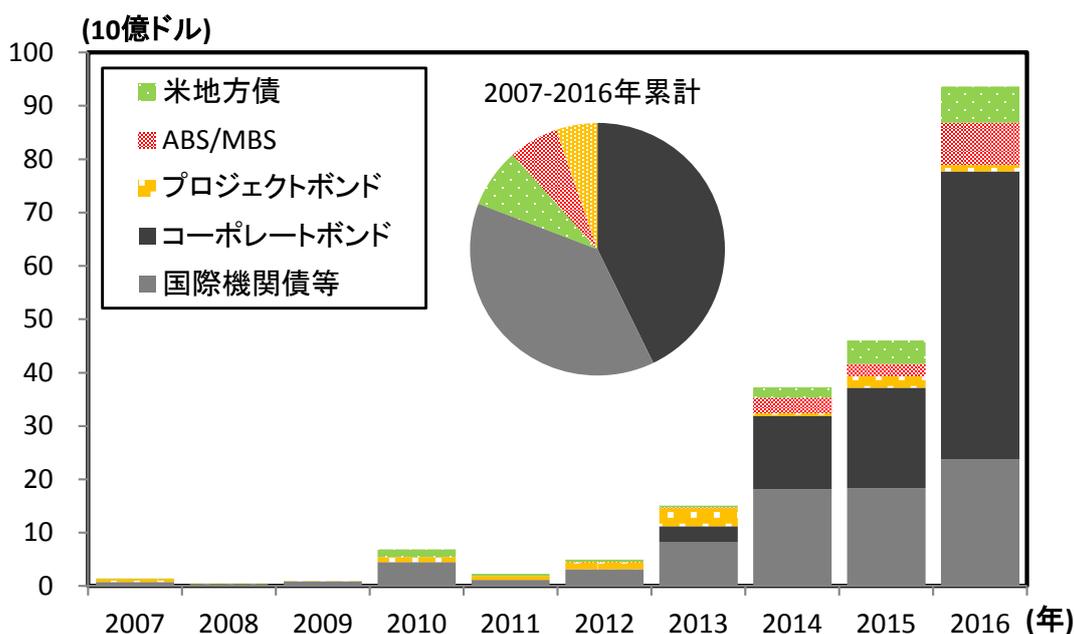
グリーンボンド市場は、機関投資家の需要に応えるかたちで発展して来ました。機関投資家にとって債券投資の基準には、発行体の信用度や利率、償還期間（満期）や流動性など様々なものがありますが、このような条件が同じであれば、機関投資家はグリーンボンドへの投資により環境問題の解決に貢献することができます。欧米ではもともと環境問題への世論の関心が高く、環境問題の解決に貢献する投資を行うことが、最終受益者へのアピールとなる状況があるようです。一方、発行体にとっては、グリーンボンドを発行することで、新たな投資家との関係を作り、資金調達の基盤を強化する効果があると言われています。

¹ デリバティブを利用し、利子や償還金額、満期などを投資家や発行体のニーズに合わせて設定した債券。

2. 発行市場の動向

Bloomberg のデータによれば、世界のグリーンボンドの年間発行額は、2007年には約15億ドルでしたが、2013年には約10倍の約151億ドル、2014年には約373億ドル（前年比+146.3%）、2015年には約461億ドル（前年比+23.5%）、2016年には約937億ドル（前年比+103.4%）と急増しています（図表1）。2016年までの累計発行額は約2千億ドルに達しました。金額としては世界の債券市場の1%に満たない水準ではありますが、存在感を増しつつあります。

図表1 グリーンボンド発行額の推移（種類別）



(注) グリーンボンドの定義はBloomberg New Energy Finance, Bloomberg Intelligenceによる。同社が受取金の用途を調査して分類したもの。地方債としては米国のものでのみがカウントされている
 (出所) Bloomberg New Energy Finance, Bloomberg Intelligence より大和総研作成

グリーンボンドの種類別の発行状況を見ると、2013年までは国際機関債が過半を占めていましたが、2014年頃からコーポレートボンド（金融機関や事業会社が発行する債券）の発行が増え、2016年には年間発行額の約6割に達しました（図表1）。金融機関の発行が多いですが、事業会社の発行も増えています。2014年にはトヨタ自動車の米国子会社がグリーンボンドを発行、2016年には米IT企業のアップルがグリーンボンドを発行するなどして話題を呼びました。

そのほか、プロジェクトボンドの発行も増減しながら一定程度行われています。国際機関債やコーポレートボンドでは発行体全体のキャッシュフローが返済原資になるのに対して、プロジェクトボンドでは特定のプロジェクトのキャッシュフローのみが返済原資となります。グリーンボンドでは、再生可能エネルギー事業によるキャッシュフローのみを返済原資とする債券などがあります。

このほか、2016年には“ABS”および“MBS”の発行が前年比+242.9%と急増しました。ABS

とは資産担保証券（Asset-Backed Securities）のことで、発行体が各種資産の信用力やキャッシュフローを裏付けとして発行する債券です。グリーンボンドでは、再生可能エネルギー事業を運用する特別目的会社を裏付けとする債券などがあります。一方 MBS とは、住宅ローンなどの不動産担保融資の債権を裏付けに発行されるモーゲージ証券（Mortgage-Backed Securities）のことです。グリーンボンドでは、環境認証取得物件などの「環境不動産」に関する不動産担保融資の債権を裏付けに発行される債券があります。そのほか、地方債の発行も増えています。2016年、米国の地方債市場ではグリーンボンドの発行額が前年比 55.5%増加しました。州政府が下水道や公共交通機関の建設などのプロジェクトに必要な資金を調達するケースが多いようです。このグラフには含まれていませんが、フランスやスウェーデンなど欧州の国々でも、自治体によるグリーンボンドの発行はさかんに行われています。このように、グリーンボンドは多様化しながら発行額を増しています。

3. 透明性確保への取り組み

グリーンボンドは、基本的に自己申告型のもので、どの債券がグリーンボンドなのか、法律で定められているわけではありません。受取金が実際に何に使われているのかわからない場合、「グリーンウォッシュ」（実際には環境に良い効果がないのに、環境に良い効果があるかのように偽装すること）と批判される可能性もあります。そのような批判を避け、グリーンボンドの信頼性を保つために、グリーンボンドの資金使途の透明性の確保が課題となっており、グリーンボンド原則の策定や、外部機関による評価など、様々な取り組みが行われています。

2014年にグリーンボンドに関わる金融機関によって策定されたのが「グリーンボンド原則」（Green Bond Principles: GBP）です。GBPは、(1)受取金の使途、(2)プロジェクトの評価・選定のプロセス、(3)受取金の管理、(4)レポートニングに関する4つの基本要素から成るガイドラインです（図表2）。

図表2 グリーンボンド原則のポイント

1. 受取金の使途

受取金が環境事業に使われることが、法的書類に明記されていなければならない。事業の環境上の便益が、発行体により調査され、明示され、可能であれば定量化されていなければならない。

2. プロジェクト評価・選定のプロセス

グリーンボンドの発行体は、環境事業としての適格性を評価するプロセス、適格性の評価基準、環境・サステナビリティに関する目標を示さなければならない。

3. 受取金の管理

グリーンボンドの受取金は、別口座に入金する、別のポートフォリオに移す、もしくは発行体によって適切な方法で追跡されなければならない。

4. レポートニング

発行体は、受取金の使途について、最新の情報を提供し、毎年更新しなければならない。

（出所）ICMA（2016）“Green Bond Principles, 2016”より大和総研作成

GBP では、受取金が環境効果のある事業に使われることを法的書類にはっきりと書き、事業が本当に環境に良い効果があるのかしっかりと調べて、他の資金と混ざらないようにきちんと管理し、お金の使い道についてもきちんと報告することで、グリーンボンドの透明性を確保することが求められています。

GBP は、法的な拘束力がない自主的なガイドラインですが、グリーンボンドに関する主な市場関係者が集まって作っていることから、グリーンボンドの発行において世界中で広く参照されています。GBP の策定は、グリーンボンドに投資した経験のある投資家 40 機関、グリーンボンドの発行体 31 機関、グリーンボンドの引受会社 61 機関がメンバーとなり、メンバーから選出される運営委員会が行っています²。また、国際資本市場協会 (ICMA) が事務局を務めています。

日本でも環境省がグリーンボンドに関する国内ガイドラインを策定していますが、このガイドライン案でも GBP との整合性が図られています。環境省は 2016 年 10 月に「グリーンボンドに関する検討会」を設置し、2017 年 3 月末を目途にガイドラインの公表を目指しています。2017 年 3 月に公表されたガイドライン案では、GBP をベースとしながら国内における展開のための具体的な事例が示されています³。

GBP は、2015 年と 2016 年に改訂版が策定されました。上述した 4 要素は当初から変わりませんが、改訂によって要件が明確化され、項目内容や具体例が追加されています。これらの改訂で強調されたのが、外部機関の評価の有用性です。GBP はあくまで自主的なガイドラインであるため、透明性確保のために外部機関の評価が推奨されています。外部機関の評価には、(1) グリーンボンドに対して専門家からアドバイスを受ける「コンサルタント・レビュー」、(2) グリーンボンドが、発行体が設定した基準に沿っているか外部機関の確認を受ける「検証」、(3) グリーンボンドが、外部機関が設定した基準に沿っているかの確認を受ける「認証」、(4) グリーンボンドの信頼性や透明性について外部機関の評価を受ける「格付け」などがあります⁴。「グリーンボンド」と一言で言っても、現状のグリーンボンド市場は、厳しい認証を得たものもあれば、そうでないものもある状況です。グリーンボンドの信頼性・透明性確保に向けて、様々な取組みが行われています。

今回は、部門別・国別のグリーンボンド発行状況と背景について紹介する予定です。

以上

² 2017 年 3 月 1 日時点での情報。

³ グリーンボンドに関する検討会「グリーンボンドガイドライン 2017 年版 (仮称) 【案】」

⁴ コンサルタント・レビューの提供機関には、Cicero や Vigeo Eiris などの専門調査機関、検証を行う機関としては KPMG や Ernst & Young などのコンサルティング会社、認証を行う機関としては Climate Bonds Initiative など、格付け機関としては Moody's や R&I などがあります。