

グリーンボンドが新たな資本市場として 成長するための課題

国際・国内基準の整合性問題や コスト削減策が焦点に

地球温暖化対策へ民間資金を誘導するツールとして期待されるグリーンボンド市場が拡大し続けている。本誌（2016年12月19日号）でその概要を紹介したが、市場増大に伴って市場整備の議論も高まってきた。経済協力開発機構（OECD）が同市場の展望と課題を報告書にまとめたのははじめ、日本の環境省は独自の「ガイドライン」を公表した。グリーンボンドが新たな資本市場として成長するための国際的な枠組みの議論と、コスト問題を中心に論点を整理したい。

環境金融研究機構
代表理事 藤井 良広



市場規模が 6年で30倍強に

グリーンボンドは債券だ。だが、一般の社債が企業の信用力をふまえて発行されるのとは異なり、調達した資金を再生可能エネルギーや省エネ事業等の特定のグリーン事業に投じる点で、プロジェクトファイナンスやプロジェクトボンドに近い。さらにそれらの事業が「グリーン」である点で、環境面のリスク・

リターンの評価が加わる。最近では、資金用途を社会的課題の解決に使う「ソーシヤルボンド」や「サステナビリテイ・ボンド」なども登場しており、これを総括して「ESGボンド」と称される。

グローバル市場でのグリーンボンドの発行額は急増している。OECDが先月公表した報告書では、2011年の30億ドルから昨年は950億ドルへと6年で30倍強に増えている。一方、英非

営利団体のClimate Bonds Initiative（CBI）は昨年の発行額を810億ドルとみる。OECDの数値との140億ドルの差は、現在の同市場が抱える課題を反映している。その点は後述する。

OECD報告書は、国際エネルギー機関（IEA）のデータを活用し、パリ協定の「2℃シナリオ」達成に向けた対応を推進する場合、四つの主要市場（米、EU、中国、日本）での

市場拡大に向けて浮上する 「国際認証」の課題

グリーンボンド市場が発展するうえで課題については、同報告書のほか、昨年夏のG20

拡大するグリーンボンド市場の課題

(20カ国・地域財務相・中央銀行総裁会議)「グリーン金融研究グループ」報告書、さらに昨年末の欧州委員会報告書などでも指摘している。OECDはG20の整理に「国内投資家不足」を追加課題として8項目を列挙した(図表1)。また、欧州委員会報告書では、グリーンボンド市場の需給両面の課題(ポトルネットワーク)に焦点をあてた整理がなされている(図表2)。ここではこれらの諸課題のうち、基本となるグリーンボンド基準の扱い(国際基準と国内基準の調和)を中心にみてみよう。

現在、グリーンボンドの国際基準とされるのは、市場関係者が自主的に設定した「グリーンボンド原則(GBP)」と、前出のCBIが設定する「Climate Bonds Standards(CBS)」の二つ。GBPはグリーンボンドの発行体が情報開示するための基本要素として、①調達資金の使途、②資金供給先プロジェクトの評価と選定のプロセス、③調達資金の管理、④情報開示の4項目をあげる。これら4項目は最低基準(ミニマムス

[図表1] グリーンボンド市場拡大の諸課題と対応策

市場拡大の諸課題	対応策
債券市場拡大の一般的課題	国内市場が未整備な途上国市場では、機関投資家育成、リスクヘッジ手段等の市場機能を整備する
グリーンボンドの周知不足	国際基準への理解を、政策当局や金融機関、格付会社、国際公的機関等が進める
国内ガイドラインの扱い	市場自由化が十分でない国などでは、国内通貨建て市場のガイドラインを、国際的整合性を図り整備する
追加コスト	外部評価コスト削減のため、評価手法の標準化等
格付、指数、上場制度などの市場基盤不足	環境情報や評価手法の共有化のツール・システムの開発
適格グリーンボンドの供給不足	適格グリーン事業への政府の対応。グリーンラベリングの普及が適格資産の利用増にも資する
国際的投資家の国別グリーンボンド市場への投資の困難さ	国内基準と国際基準のハーモナイゼーションの進展
国内投資家不足	国内投資家のキャパシティビルディング

(出所) OECD “Mobilising Bond Markets for a Low-Carbon Transition”, G20 “Green Bonds: country Experiences, Barriers and Options” などから作成。

タンダード)であり、開示が十分でないグリーンボンドでな

いと明記している。CBSはこうしたGBPの基

本要素を前提としたうえで、ボンドの資金使途先のグリーン事業の種別クワイテリアを示し、それに適合したボンドに認証を与える仕組みをとっている。GBPがベースとなり、CBSはおもに外部評価機関が担うグリーン性評価の分野に踏み込み、補完するかたちである。

実際に、これまで発行されたグリーンボンドのうち、GBP適合の認証を受けたボンドは約半数。CBS認証は約1割にとどまる。残りは、認証なしの「自称グリーンボンド」である。市場拡大には、「自称グリーン」にも国際認証を広げる必要があるわけだ。たとえば、欧州委員会報告書は、市場主導のGBPの上に、公的なガイドラインを設ける案(EU共通ガイドライン)を提唱している。

国際基準との整合性が課題となる「国別ガイドライン」

一方、国別のグリーンボンドガイドラインもある。現在、設けているのは、中国とインド、そして日本も今年3月に環境省が独自のガイドラインを公表し

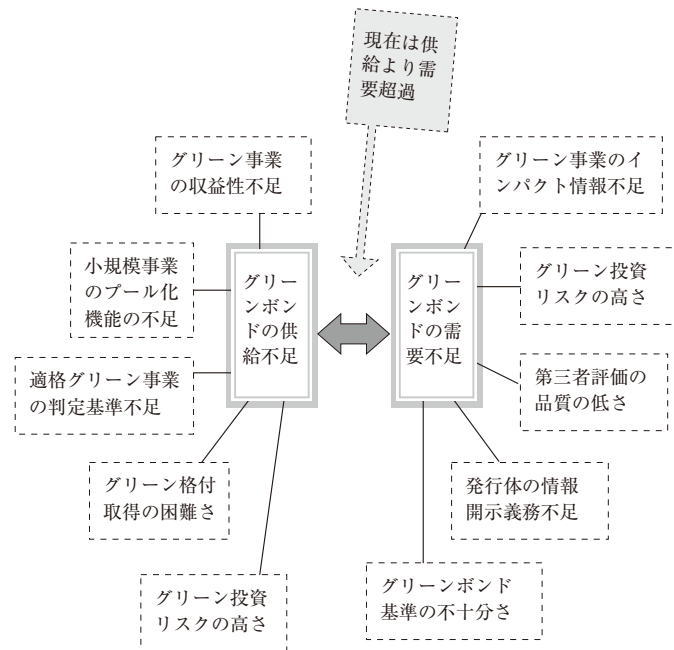
た。

図表1にあるように、中国とインドは「市場自由化が十分でない国」に該当する。一方で、CO₂排出量が急増しているため、低炭素化投資の促進が必要だ。そこでOECDやG20は両国に対して「国内通貨建てグリーン債券市場」の整備を促し、両国の国内ガイドラインづくりを支援してきた経緯がある。したがって、両国のガイドラインはG20などに準拠するが、国内市場育成にも力点がおかれている。たとえば、中国人民銀行のガイドライン（中国金融債券公告）は、超々臨界圧石炭火力発電所（USC）なども「グリーンコール」としてグリーン債券の資金使途先に認める。「国の特性」を盛り込んでいる。昨年のグリーン債券発行額がOECDとCBIとで140億ドルもの開きが生じたのは、CBIが中国のガイドラインが認めるグリーンコールを「グリーン」と認めず、そうした資金使途の中国版グリーン債券等を除外したためだ。「グリーン性」に懸念のある債券が、発

行額全体の15%前後もあることは、グリーン債券の国際・国内基準のハーモナイゼーションが喫緊の課題であることを意味する。グリーン債券の国際基準については国際標準化機構（ISO）も検討に動いている。中国の国内ガイドラインが発行体を後押しして発行増につながったことも間違いない。15年の中国のグリーン債券発行額は10億ドル未満だった。それが同年末のガイドライン設定を受けて、16年の発行額は一気に362億ドルに急増。グローバル市場全体の約4割を占めた。ただ、これら「グリーン・パング・ボンド（通称）」は、国内ではそれなりに販売できていくようだが、グローバル市場での人気は安定していない。「玉石混濁」なのだ。中国人民銀行も、ガイドライン制定から1年を経て、国際基準との質的ギャップが大きいことを懸念したか、先ごろグリーン債券発行で経験豊富な欧州投資銀行（EIB）との間で、グリーン金融強化の「共同イニシアティブ」を結んだ。ガイドラインの改定に

グリーンボンドの需給両面の課題

〔図表2〕



（出所） European Commission, “Study on the potential of green bond finance for resource-efficient investments” から筆者作成。

経済的側面で課題を残す「環境省ガイドライン」

向かう可能性もある。インドは昨年初めに証券取引所理事会（SEBI）がグリーンボンドの上場基準を制定、昨年中の発行額（グリーン・マサラ・ボンド）と呼ぶ）は27億ドルと国別で7番目につけた。現在、SEBIの上場基準について、国際基準と整合性のあるガイドライン化を目指している。

環境省のガイドラインは、同じ国内基準だが、中国やインドの基準とはいささか異なる。第一に、日本は「国内資本市場が未成熟」ではない。公社債市場は年間の発行額が約200兆円、残高は1000兆円を越す。普

拡大するグリーンボンド市場の課題

通社債に絞っても年間発行額は10兆円を上回った。

環境省はガイドラインの位置付けについて、「(日本は)グリーンボンドに関する市場が成熟していない」とし、グリーンボンドを国内で普及させることが目的と説明している。債券市場は成熟しているが、グリーンを評価できる市場が十分でない、との理解のようだ。

そこで、国際基準のGBPと整合性に配慮し、ボンドの「グリーン性」に焦点をあてて整理をしたという。同ガイドラインはグリーンボンドに期待される基本的事項を「べきである」として17項目、推奨する「望ましい」項目が14項目、例示や解釈等の「考えられる」が24項目と、細かく規定している。関係者によると、実は「べきである」項目はGBPの4項目とその解説をそのまま翻訳したという。

ポイントにはGBPが基本の4項目を最低基準としているのに対して、環境省版は「べきである」項目のすべてに対応しなくても、「これを参考にして」発

行体が試行的に債券を発行することは有効」とする点だ。つまり、国際的にはグリーンボンドとは呼べないが、国内ならば「OK」となるボンドを認める狙いようだ。東京都が昨年11月に発行したグリーンボンドのトライアル版「東京環境サポーター債」がモデルの一つだ。

環境省は過去にも環境報告書等でガイドラインをまとめている。現在、主要な企業の環境報告書は国際基準の「グローバル・レポートینگ・イニシアティブ(GRI)」を採用している。環境省版は中小企業向けに細々と提供されるかたちだ。グリーンボンドのガイドラインも、そのように中小企業や自治体の小規模発行を想定しているのかもしれない。

しかし、ボンドの場合、環境報告書とは異なり、流動性という要件がある。債券の流動性には一定の発行規模を必要とする。グリーンボンドの場合も「最低でも1件で200億円、本来は500億円レベルが望ましい」(金融関係者)とされる。このため、求められるのは、グリー

ン事業が小規模な場合、多数の事業をプール化してボンドを発行するCLO(資産担保証券)やCBO(社債担保証券)などの証券化の仕組みを活用することである。欧州委員会報告書は供給サイドの課題の一つに「小規模事業のプール化機能の不足」をあげている(図表2)。

自治体による地方債発行の場合も適性を問われる。ただ、OECD報告書は日本の証券化市場の相対的な小ささを課題としている。はたして、流動性のある証券化グリーンボンド市場を育てられるか。

環境省は「グリーン性」にだけ絞って整理したので、市場のメカニズムは所管外というかもしれない。しかし、グリーンボンドは金融商品であり、資金使途先のグリーン性も、投資リスクと密接に関連する。投資家にとって、「投資先がグリーンだからいいでしょ」では終わらない。グリーン事業の経済的収益性と環境改善効率の両面で明確な手応えが得られないと、投資商品にはならない。国内市場だけ、グリーン性だけに照準を

合わせる同省のスタンスは、グリーンボンド市場の課題である国際・国内基準のハーモナイゼーションを深める視点を欠いており、日本のグリーンボンド市場の成長に資するかどうか、懸念を払拭しきれない。

環境省は環境行政を所管しているはずだから、グリーンボンドの定義・条件付けに細かくこだわるよりも、「グリーン性」を高め、経済価値も高める環境価値評価等の手法や政策をガイドラインに盛り込むべきだっただろう。欧州委員会は「細かすぎる基準は発行体にとって発行コストを増やすだけ」と警告している。

進み出した発行コスト対策

実務的には、この発行コスト増が市場取引の当面の障壁として大きい。一般の債券と同様の信用格付コストに加えて、資金が適正にグリーン事業に振り向けられているか、投融資までの資金管理の妥当性、モニタリング等を、第三者が客観的に評価・認証するための追加コス

トがかかるためだ。

現在、グリーンボンドのほぼ半数が「自称グリーン」である最大の理由は、「グリーン性」評価の追加コスト負担を避ける点にある。日本市場での発行が少ないのも、超低金利が続くなかで、これらの追加コスト負担が影を落としているためといえる。

コスト削減策はグローバルにも模索されている。たとえば、シンガポール中央銀行（MAS）は6月から、同国市場で発行し、同国証券取引所に上場するグリーンボンドを対象に、第三者評価のコストを100%補助金でカバーする制度を始める。自国市場にグリーンボンドの発行体と投資家を呼び込み、市場が成長すれば、補助金コストを吸収できるとの判断のようだ。

投資家へのインセンティブとして、かつて日本が金融債に減税特典を与えていたように、グリーン投資家に優遇措置を講じて、コスト低減につなげる案もある。また、グリーン事業にCO₂削減評価のクレジットを認めれば、追加リターンが見込

め、結果的にコスト低減に資する。

グリーンボンド市場が成長してくると、同市場を中央銀行の資金供給オペなどの金融操作対象に加えることも考えられる。その際、グリーンボンドについて他の債券より有利な扱いをすれば、グリーンボンドの保有メリットを高めることも可能だ。そうしたことを考えると、グリーンボンド市場のあり様は、本来、中央銀行、金融監督当局にとつての関心事であるはずだ。すでにみたように、中国、シンガポール、インドなどのほか、欧州でもこの問題には、金融当局・中央銀行が前面に出て取り組んでいる。日本では、金融当局の動きが十分でないことが、最大の課題のようだ。

ふじい よしひろ

72年大阪市立大学卒、日本経済新聞社入社、経済部編集委員等を経て、06年上智大学地球環境学研究科教授。15年同客員教授、環境金融研究機構代表理事。GBPオペサバーバー、CBIAアドバイザー等を兼務。

書架



『デリバティブ取引の法務』【第5版】
福島良治 著
金融財政事情研究会/
3,500円＋税

本書は、デリバティブ取引を俯瞰した後（第1章）、ISDAマスター・CSA等の契約書作成上の留意点や信用不安発生時の対応等（第2章）、金商法等の関連法制や当該取引を巡る裁判例の分析（第3章、第4章）、店頭デリバティブに係る諸制度や規制（第5章）といった法務面の最前線を解説するとともに、リスク管理として重要なバーゼル規制や会計、税務を解説する（第6章、第7章）。

本書は、読者を「実務の一線」へ案内するのみならず、デリバティブの本来の意義である経済効果や会計、税務にも言及することで、デリバティブについて立体的、体系的理解を深められる。そして、デリバティブの仕組みや経済的意義を理解してこそ、実態に即した問題意識の把握や真の法的理解が可能となる。デリバティブ取引法務の世界への橋渡しとして、本書を手にとっていたいただきたい。

本書は、デリバティブ取引や規制の実務の一線に常に身を置き続けた、いわばデリバティブ実務の泰斗とも呼ぶべき著者により書かれた、デリバティブ法務の「基本書」である。デリバティブを体系的・横断的に解説した「基本書」は、寡聞にして僅少である。また、デリバティブ取引を巡っては、清算集中取引やバーゼル規制、店頭デリバ

（三井住友銀行 前法務部長

浅田隆）