

# 第1章 SDGs 債の開示フレームワーク

## —負債に係る追加的視点—

古 庄 修

### 要旨

ポートフォリオの選択や管理のために、環境・社会・ガバナンス（ESG）の要素を加味した投資、すなわち ESG 投資の残高が国際的に増加傾向にある。日本においても ESG 要素を債券投資に取り入れる動きが拡大しており、最近では ESG に関連する債券として「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」の利用が、株式に次いで一定の割合を占めるに至っている。

SDGs 債による資金調達には、通常の債券の場合に加えて、独自の①発行準備、②資金管理、③情報開示が必要になる。本稿は、特に SDGs 債の発行をめぐって求められる債券投資家に対する事前説明、調達資金の追跡管理を伴うその使用状況や、グリーンプロジェクトを通じた環境・社会問題の改善効果等に関する情報の開示について、環境省のガイドライン等に基づきその制度上のフレームワークを概説し、その意義と課題について考察した。

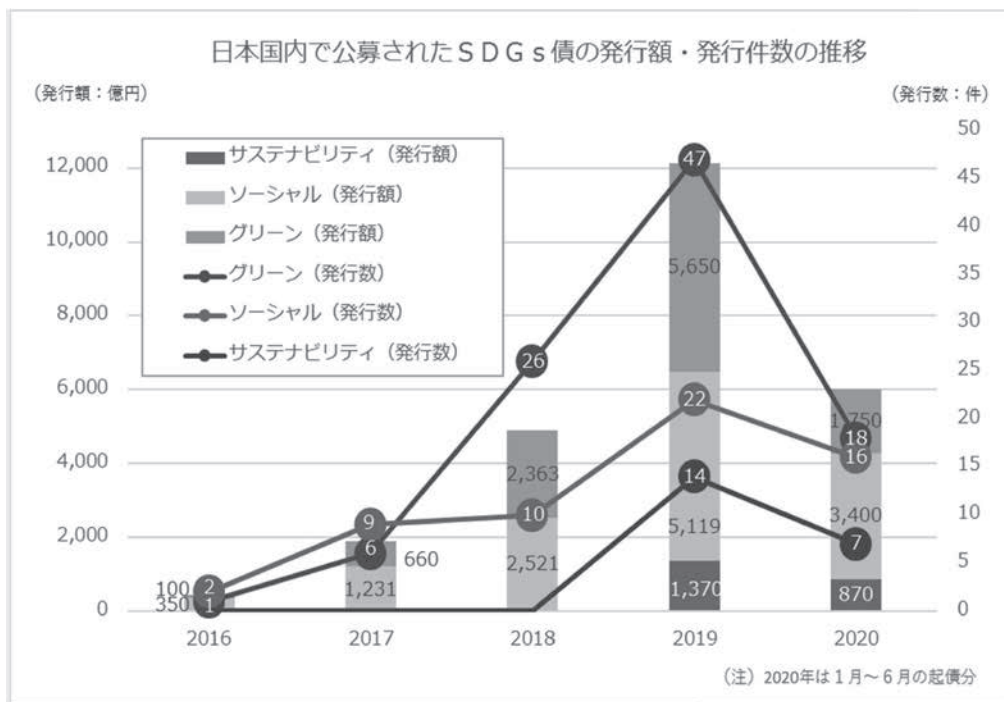
### 1 SDGs 債発行の拡大と環境政策

「ウィズコロナ」の時代と称され、経済の回復と「新しい生活様式」の実践がともに求められるいま、サステナブル（持続可能）な社会を実現するためには、温暖化対策との両立を図り、化石燃料に依存することなく、脱炭素化に向けた新たな世界に転換することが強く求められる。

ポートフォリオの選択や管理のために、環境・社会・ガバナンス（ESG）の要素を加味した投資、すなわち ESG 投資の残高が国際的に増加傾向にある。日本においても同様の傾向が見られ、その背景には、年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）による国連（UN）責任投資原則（PRI）の署名、国連サミットにおける持続可能な開発目標（SDGs）の採択<sup>1)</sup>、国連気候変動枠組条約第 21 回締約国会議（COP 21）でのパリ協定の採択、欧州連合（EU）の欧州委員会によるサステナブルファイナンスに関するアクションプラン公表後の動向等がその主な理由として挙げられる（日本証券業協会 [2019]）。

とりわけ 2015 年の温暖化対策の国際枠組みであるパリ協定以後、脱炭素化の動きが世界規模で加速しているなかで、ESG 要素を債券投資に取り入れる動きも拡大している。

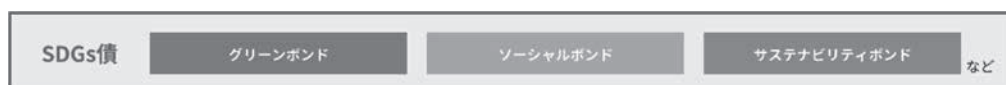
図表 1 は、2020 年 6 月起債分までの日本国内における SDGs 債の発行状況を示している。



出所：<https://www.jsda.or.jp/sdgs/hakkou.html>

〔図表 1〕 本邦発行体による SDGs 債の発行推移

ここに「SDGs債」とは、調達資金がSDGsに貢献する事業に充当される債券であり、以下のように「グリーンボンド」、「ソーシャルボンド」および「サステナビリティボンド」の総称である<sup>2)</sup> (図表2参照) (日本証券業協会 [2019])。



出所：<https://www.jsda.or.jp/sdgs/sdgbonds.html>

〔図表 2〕 SDGs 債の範囲

- ① グリーンボンド…調達資金のすべてが新規または既存の適格なグリーンプロジェクトの一部または全部の初期投資またはリファイナンス<sup>3)</sup>のみに充当される様々な種類の債券
- ② ソーシャルボンド…調達資金のすべてが新規または既存の適格なソーシャルプロジェクトの一部または全部の初期投資またはリファイナンスのみに充当される様々な種類の債券
- ③ サステナビリティボンド…手取金の全額がグリーンプロジェクトおよびソーシャルプロジェクトの双方への融資またはリファイナンスに充てられる債券<sup>4)</sup>

2015年のSDGs採択以前にもSDGs債と同様の効果を有する債券は発行されてきたが、そ

の原初的形態は2006年のワクチン債まで遡ることができる。その後、グリーンボンドについては2008年の世界銀行が世銀債を発行して以降、2014年のグリーンボンド原則（以下、GBPという）の策定を契機に、ヨーロッパを中心に発行が急増し、2018年には2,000億ドルを超える規模まで拡大している（日本証券業協会 [2019]）。その拡大の背景には、前述のパリ協定の目標達成に向けた、脱炭素社会への移行のために必要とされる資金を公的資金だけで賄うことができず、民間の資金を活用することへの期待が高まったことを指摘しうる（JICPA [2019] 1頁）。近年では日本でも認知度が徐々に高まり、国内の企業等による発行も増加傾向にあるが、市場拡大の原動力となったのは、環境省によるグリーンボンド発行促進のための施策にあるといえるであろう（日本証券業協会 [2019]）。環境省は、後述のようにグリーンボンドに係るガイドラインの策定のほか発行モデル創出事業を政策的に展開し、2018年度以降にはグリーンボンドの発行費用を補助する事業等を通じてセクターの裾野も広がっている。

SDGs債による資金調達には、①発行準備、②資金管理、③情報開示が必要になる。すなわち、SDGs債に投資する投資家から見れば、通常の債券投資を行う際の償還期間、クーポン、価格、発行体の信用力等を評価することに加えて、どのような環境・社会への改善効果を意図したプロジェクトであるかが重要な判断材料として加えられることになる（JICPA [2019] 9頁）。そこでは調達資金の使途が絶えず問われるとともに、発行後の資金管理時においても当該プロジェクトに照らした調達資金の追跡管理が求められることになる。さらに特徴的な追加手続として、プロジェクトの実施に伴う環境改善効果の算定とその評価を含むレポーティングのフレームワークが財務報告と連係して重要になる。

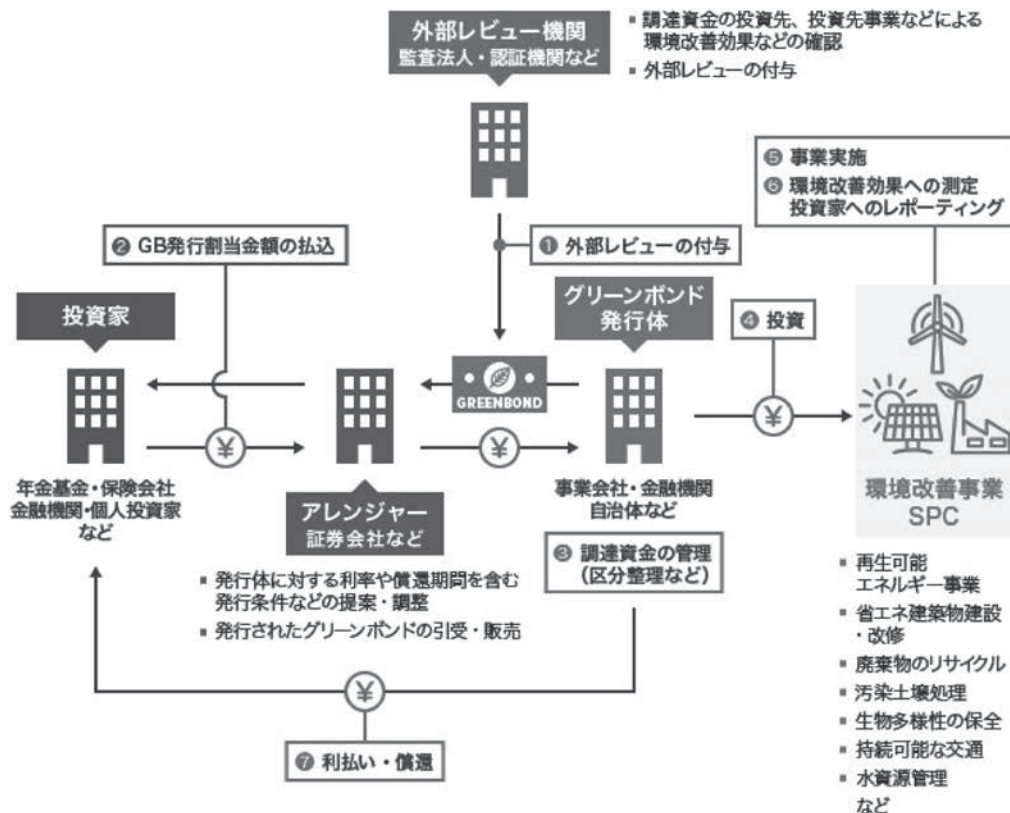
本稿は、グリーンボンドを中心として、環境省が環境政策の一環として主導して策定されたガイドラインを基礎として、投資家に対する説明・開示のためのフレームワークを概観し、財務報告との係ないし統合の在り方について検討するための予備的な議論の整理を行うものである。

## 2 グリーンボンドによる資金調達

図表3は、SDGs債、特にグリーンボンドの一般的スキームである。発行体と投資家、アレンジャーに加えて、環境改善効果に係る外部レビュー機関が関与する部分が通常の債券と異なっている。

周知のように、債券発行は、負債証券を発行することによって必要な資金を調達し、当該債券の投資家に対しては定期的に金利（クーポン）を支払い、満期には元本の返済が行われることになる。債券の投資家にとってのメリットは、一定の金利を一定期間、定期的に受け取ることができることにあり、他の投資と比べてリスクが少なく、キャッシュフローが安定している点にあると説明される（JICPA [2019] 5頁）。

グリーンボンドについては、当該債券の発行金利が、同様の条件の普通社債より低くなる



出所： [greenbondplatform.env.go.jp/greenbond/scheme.html](http://greenbondplatform.env.go.jp/greenbond/scheme.html)

〔図表 3〕 グリーンボンド発行の一般的スキーム

状態を「グリーンプレミアム」といい、環境対応に積極的な企業は中長期的に事業継続の信用度が高まる。「グリーンプレミアム」により、発行後に売買する流通市場で見ればグリーンボンドの方が通常の債券よりも価格が高いケースもあり、債券価格が下がりやすく、年金基金を中核とする債券投資家にとっては追加の収益が得られる可能性がある等、一定のメリットも認識されている。

環境省が 2020 年に公表した「グリーンボンドガイドライン」によれば、グリーンボンドに係る発行体のメリットについては概略、以下のように整理されている（環境省 [2020] 23-24 頁）<sup>5)</sup>。

- グリーンボンドに係る取り組みを通じて、企業組織内のサステナビリティに係る戦略、リスクマネジメント、およびガバナンスの体制整備に繋がる可能性があり、このような取り組みの結果として、発行体の中長期的な ESG 評価の向上、ひいては企業価値の増大に資すると考えられる。
- グリーンボンドは、調達資金の投資対象がグリーンプロジェクトに限定されていることから、当該資金がグリーンプロジェクトに活用されることにより、当該プロジェク

トが推進されることが期待される。また、債券市場の牽制機能によって透明性の高いグリーンボンドフレームワークが形成されうる。発行体は、グリーンプロジェクトの推進に積極的であることをアピールすることができ、このことを通じて社会的な支持の獲得にも繋がる可能性がある。

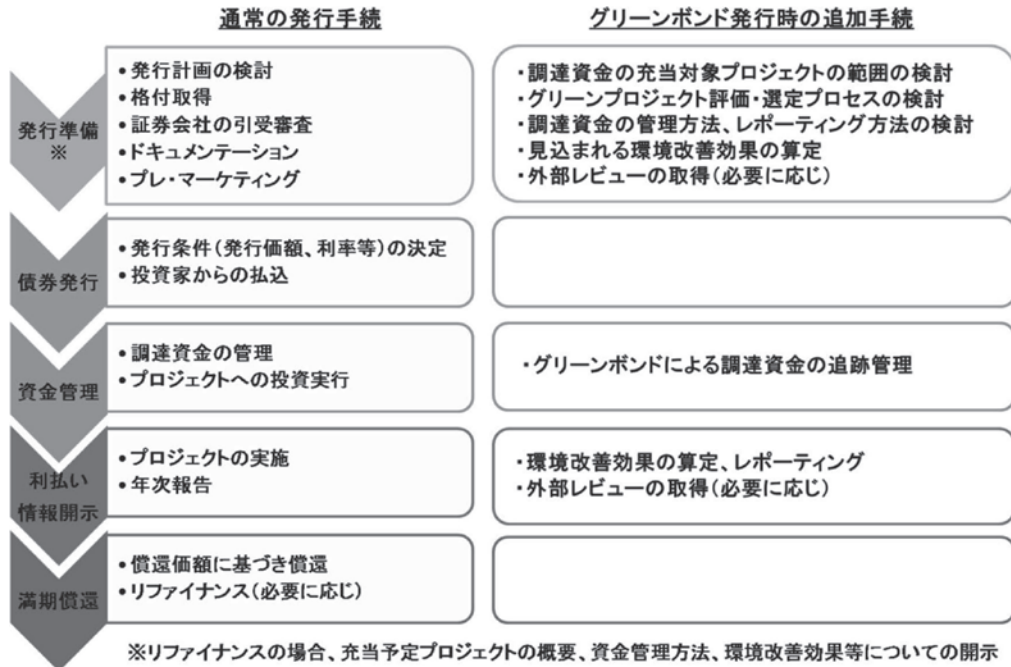
- 資金調達基盤を強化するために、グリーンボンドを発行することにより資金調達手段の多様化を図りうる。すなわち環境問題の解決に資する性質をもつ投資対象を高く評価するいわゆるグリーン投資家等との新たな関係構築の可能性もある。
- 例えば、新興の再生可能エネルギー事業者等、金融機関との関係が十分に構築できていない企業にとって、自社の事業等から得られるキャッシュフローを利払いや償還の原資とするグリーンボンド等を発行することにより、当該事業に係る事業性評価に精通した投資家等から比較的好条件で資金を調達できる可能性がある。

また、環境省は、グリーンボンドの発行・投資によってもたらされる環境面でのメリットとして、以下を例示している。

- グリーンボンドの普及が進むことにより、国内外における温室効果ガスの大幅削減に資する。また、当該事業以外でもプロジェクトへの民間資金の導入拡大が図られ、企業等の長期的利益の基盤である自然資本の劣化の防止等に資する。
- グリーンボンドの普及が進むことにより、グリーン投資に係る個人の啓発を通じ、当該個人資産の受託者である機関投資家等がより積極的にグリーン投資を行うことへのモチベーションとなる。また個人の関心の高まりにより、経済全体の「グリーン化」に資する。
- グリーンボンドの普及を通じたプロジェクトの推進により、エネルギーコストの低減と、エネルギー安全保障の強化、地域経済活性化、災害時のレジリエンスの向上等に資する。

このようなメリットを期待する企業や地方自治体がグリーンボンドを発行する場合、通常の社債や地方債、証券化商品等の発行手続きに加えて、以下のように、①発行準備、②資金管理、および③情報開示に係る各段階において追加的な手続が必要となる（図表4参照）（環境省 [2020] 27頁）。

発行準備時においては、調達資金の充当対象プロジェクトの範囲を決定し、グリーンプロジェクトの評価および選定プロセスの検討とともに、調達資金の管理方法、見込まれる環境改善効果の算定を含むレポーティング方法の検討が必要となる。この場合、必要に応じて外部機関による評価（レビュー）の取得等が求められる。発行後の資金管理時においては、当該グリーンプロジェクトに照らした調達資金の追跡管理が求められ、さらに特徴的な追加手続として、後述のようなプロジェクトの実施に伴う環境改善効果の算定を網羅した債券投資家に向けたレポーティングが必要とされる。また、必要に応じて外部機関による評価（レビュー）の取得を要する場合もある。



出所： <http://www.env.go.jp/press/files/jp/113511.pdf>

〔図表 4〕 グリーンボンド発行時の手続き

グリーンボンドは環境改善効果をもたらすことを目的としたプロジェクトに要する資金を調達するために発行される債券であり、通常の債券との差別化が図られることになる。すなわち、通常の債券投資を行う際の償還期間、クーポン、価格、発行体の信用力等を評価することに加えて、グリーンボンドで調達した資金がどのような環境改善効果を意図したプロジェクトに利用されるかが検討対象となり（JICPA [2019] 9 頁）、このことが前述の追加手続には反映されている。このようにグリーンボンドは、①調達資金の用途がグリーンプロジェクトに限定されていること、②調達資金が確実に追跡管理されることが求められるとともに、その実効性を担保するために、③発行後のレポーティングを通じて透明性が確保されなければならない債券である（環境省 [2020] 22 頁）。このことは、レポーティングあるいは外部機関による評価（レビュー）等に係る独自の追加的なコストが発生することも意味している。財務報告と連係したナラティブな情報の開示の意義は、通常の債券と比べても一層重要性が高まっていることをここに指摘しうる。

### 3 グリーンボンド原則と環境省の「グリーンボンドガイドライン」

#### 3-1 グリーンボンド原則の概要とグリーンプロジェクトの事業区分

本稿において SDGs 債と総称するグリーンボンド、ソーシャルボンドおよびサステナビリティボンドについては、国際資本市場協会（ICMA）がこれまで債券発行に係る諸原則ない

しガイドラインを公表してきた。ICMAは、SDGs債の発行手続の明確化を通じて市場の健全な育成を図ることを意図しており、民間の市場関係者による自主規制の一貫として、2014年公表のグリーンボンド原則（GBP）のほか、2017年公表のソーシャルボンド原則（SBP）および2017年公表のサステナビリティボンド・ガイドラインの3つが策定されている。その他にも複数の債券発行に係る原則が存在するなかで、ICMAが策定してきたSDGs債に係る原則等は、債券市場の国際的な発展に貢献してきたことが認められており、当該3つの原則等はともに以下のような4つの中核となる要素で構成されている。

グリーンボンド原則によれば、グリーンボンドは、①資金調達の使途、②プロジェクトの評価および選定のプロセス、③調達資金の管理、④レポーティングの4つの中核となる要素に適合している様々な種類の債券であると定義されており、当該4つの要素に加えて⑤外部評価も網羅されている。その概要は以下のとおりである（水口 [2020] 32頁）。

#### **(1) 調達資金の使途**

調達資金の使途は、明確な環境的ベネフィットをもたらすグリーンプロジェクトでなければならず、証券に係る法的書類に適切に記載されるべきである

#### **(2) プロジェクトの評価および選定のプロセス**

発行体は、プロジェクトの評価および選定について、①環境面での持続可能性に係る目標、②発行体が、対象となるプロジェクトが適格なグリーンプロジェクトの事業区分に含まれると判断するプロセス、③関連する適格性についての規準、を投資家に明確に伝えるべきである

#### **(3) 調達資金の管理**

グリーンボンドによって調達される資金に係る手取金の全部、あるいは手取金と同等の金額は、サブアカウントで管理されるか、サブポートフォリオに組み入れられるか、またはその他の適切な方法のいずれかにより追跡されるべきである。また、手取金の全部は、グリーンプロジェクトに係る発行体の投融資業務に関連する正式な内部プロセスのなかで、発行体によって証明されるべきである

#### **(4) レポーティング**

発行体は、資金の使途に関する最新の情報を容易に入手可能なかたちで開示し、それを継続すべきであり、また、当該情報はすべての調達資金に充当されるまで年に1度は更新し、かつ重要な事象が生じた場合には随時開示を継続すべきである

#### **(5) 外部評価**

発行体は、グリーンボンドの発行またはグリーンボンド発行プログラムに関連して、発行する債券または発行プログラムが4つの中核となる要素に適合していることを確認するために、外部評価を付与する機関を任命することを奨励する<sup>6)</sup>

なお、グリーンボンド原則は、適格なグリーンプロジェクトの事業区分について、以下の10の区分を対象事業として例示している。

- 再生可能エネルギー
- エネルギー効率
- 汚染防止および抑制
- 生物自然資源および土地利用に係る環境的に持続可能な管理
- 陸上および水生生物の多様性の保全
- クリーン輸送
- 持続可能な水資源および排水管理
- 気候変動への適応
- 環境効率の高い、またはサーキュラーエコノミーに適合する製品、生産技術およびプロセス
- 地域、国または国際的に認知された標準や認証に合致したグリーンビルディング

グリーンボンド原則を含む SDGs 債に係る原則およびガイドラインは、総じて発行体が調達資金を環境・社会事業に確実に投資し、当該用途となる事業が明確な環境・社会的便益をもたらすべきことを期待している。したがって、その用途等については法定書類等に適切に記載されるとともに、明確な環境改善効果があり、当該プロジェクトの効果を可能な限り定量的に測定することが求められていることを指摘しうる。

また、調達資金の実質的な管理方法について明文化するとともに、債券投資家に対する説明・開示事項として、プロジェクトの評価と選定プロセスに関連づけて、プロジェクトに係る測定基準や判断のプロセス等の開示について規定していることを特筆すべきであろう。

グリーンボンドをはじめとする SDGs 債の発行体には環境・社会に係る改善効果の評価が自らの責任において求められることになり、当該評価がレポートと連係して SDGs 債のマネジメントに組み込まれるべきことをここに確認しうる。

以下では、日本において環境省が公表している「グリーンボンドガイドライン」を取り上げ、特にその階層的な開示要求について概観する。

### 3-2 環境省のグリーンボンドガイドラインの開示要求

環境省は、2017年3月に、グリーンボンドの環境改善効果に関する信頼性の確保と、発行体のコストや事務的負担の軽減との両立に繋げ、国内におけるグリーンボンドの普及を図ることを目的として、市場関係者や現場専門家を含む検討委員会を組織し、グリーンボンドの発行に係るガイドラインを策定した。

その特徴は、国際的に広く認知されている前述のグリーンボンド原則との整合性に配慮するとともに、グリーンボンドに期待される事項と具体的な対応方法について、①調達資金の用途、②プロジェクトの評価及び選定のプロセス、③調達資金の管理、④レポート、⑤外部機関によるレビューの5項目其々の要素を3つの階層（「べきである」（基本的事項）、



「望ましい」（推奨事項）、「考えられる」（例示・解釈等）から構成される諸規定で整理し、当該債券の適格性の指標となるように実務担当者を意識した内容となっている点にある。

以下、グリーンボンド原則を踏まえたガイドラインについて、債券投資家に対する説明・開示の必要性を明示している「基本的事項」と、「推奨事項」に係る規定を要約して整理する（環境省〔2020〕29-46頁）<sup>7)</sup>。

## (1) 調達資金の使途

### [調達資金の使途]

- ① 調達資金は、明確な環境改善効果をもたらすグリーンプロジェクトに充当されるべきである
- ② 発行体は当該環境改善効果があることを評価すべきであり、可能な場合には定量化することが望ましい

### [調達資金の使途に関する投資家への事前説明]

- ① 調達資金の使途は、目論見書等の法定書類その他の書類によって事前に説明すべきである
- ② 調達資金の使途の適切性を評価できるようにするため、一定の事業区分を示して行うべきである
- ③ 調達資金の使途となる個別のプロジェクトが具体的に確定している場合には、当該プロジェクトを明示して行うことが望ましい
- ④ プロジェクトが付随的に環境に対してネガティブな効果をもつ場合には、その効果を適切に評価できるように、発行体はそのネガティブな効果の評価や対応の考え方も併せて説明すべきである

### [調達資金の使途をリファイナンスとする場合の措置]

- ① グリーンボンドにより調達される資金のうちリファイナンスに充当される部分の概算額（割合）、充当されるプロジェクトについては、投資家向けの説明に含めることが望ましい
- ② 長期にわたり維持が必要な資産について、複数回のグリーンボンドの発行を通じてリファイナンスを行う場合は、発行時点で当該資産の経過年数、残存耐用年数やリファイナンスされる額を明確に開示し、長期にわたる環境改善効果の持続性について評価し、必要に応じて外部機関による評価を受け、確認すべきである

## (2) プロジェクトの評価および選定のプロセス

### [プロジェクトの評価および選定のプロセスに関する事前説明]

- ① 発行体の実現しようとする環境目標、目標に合致すると判断するための規準およびその判断を行うプロセスの概要を事前に説明すべきである
- ② 調達資金の充当対象となる個別のプロジェクトが決定している場合には、上記規準を定めることは不要と考えられるが、発行体の実現しようとする環境目標、当

該プロジェクトの評価・選定のプロセスについては事前に説明すべきである

- ③ 調達資金の充当対象となる個別のプロジェクトが決定していない場合には、発行体はプロジェクトを評価・選定するための規準を策定するとともに、評価・選定のプロセスを決定し、事前に説明すべきである

[規準]

- ① プロジェクトの評価・選定にあたり、参照する環境基準・認証がある場合、それらについても事前に説明することが望ましい
- ② プロジェクトが有する潜在的に重大な環境的・社会的リスクを特定し、制御するためにネガティブな効果を排除するための規準を設定する場合には、規準の一つとして事前に説明すべきである

[プロセス]

- ① プロジェクトの評価・選定の判断を行う際のプロセスには、専門的知識を有する部署や外部機関が関与し、環境の観点から適切性を確保するための牽制を働かせることが望ましい

[包括的な目標、戦略等への組み込み]

- ① 環境目標、規準およびプロセスに関する情報を発行体の環境面での持続可能性に関する包括的な目標、戦略、政策等の文脈に位置づけたうえで、選定したプロジェクトがどのようにその包括的な目標の達成に貢献するのか、当該プロジェクトに関連する潜在的な環境リスクおよび社会的リスクを特定し管理する方法等を十分に説明することが望ましい。

### (3) 調達資金の管理

[調達資金の追跡管理の方法に関する投資家への事前説明]

- ① 発行体は、調達資金の追跡管理の方法について事前に説明すべきである

[未充当資金の運用方法に関する投資家への事前説明]

- ① 発行体は、想定している未充当資金の運用方法について説明すべきである

### (4) レポーティング

[グリーンボンド発行後の調達資金の使用方法等に関する一般的開示]

- ① 発行体は、調達資金の使用に関する最新情報を発行後に一般に開示すべきである
- ② すべての資金が充当されるまでの間、少なくとも1年に1回、および大きな状況の変化があった場合、資金の使用状況を開示すべきである
- ③ すべての資金が充当された後も、大きな状況の変化があった場合には適時開示すべきである

[開示事項・開示方法]

- ① 開示事項には、以下の項目が含まれるべきである。
  - 調達資金を充当したプロジェクトのリスト

- その進捗状況を含むプロジェクトの概要
  - 充当した資金の額
  - 期待される環境改善効果
  - 未充当資金がある場合、その金額または割合、充当予定時期および未充当期間の運用方法
- ② リファイナンス目的の場合、上記の開示項目に、1) 調達資金のうちリファイナンスに充当された部分の概算額（または割合）、2) リファイナンスに充当されたプロジェクト（または事業区分）が含まれることが望ましい

[環境改善効果に係る指標・算定方法]<sup>8)</sup>

- ① 環境改善効果の開示にあたっては、環境目標やクライテリアとの整合性や、プロジェクトの性質に留意した適切な指標を用いるべきである
- ② 環境改善効果の開示にあたっては、可能な場合には定量的な指標が用いられ、その算定方法や前提条件とともに示されることが望ましい。

## (5) 外部機関によるレビュー

[一般的事項]

- ① グリーンボンドの発行に関するフレームワークに関して、上記の4つの主要な要素において記載されている事項に係る発行体自らの対応について、客観的評価が必要と判断される場合には、外部機関によるレビューを活用することが望ましい。

[発行体によるレビュー結果の開示]

- ① 発行体が外部機関によるレビューを受けた場合には、結果に係る文書等について開示すべきである

環境省の「グリーンボンドガイドライン」は、当該ガイドラインにおいて求められる情報の開示をもって既存の制度開示の要求を満たすものでは決してなく、あくまでも財務諸表本体および注記とは区別された追加的な開示を求めるものである（環境省 [2020] 38 頁）。

いわゆる「グリーンウォッシュ債券」がグリーンボンドとして市場に流通することを防止することは、投資家保護の観点から重要であることは論を俟たない。グリーンボンド市場の形成と発展においては、当該債券に係る投資判断に必要なリスクとリターンという2つの側面に加えて、広くSDGs債に特有の要素である環境的・社会的にポジティブな影響をもたらすという意味での社会的リターンないし「インパクト」に係る測定・評価方法の発展が不可欠となるであろう（江夏 [2020] 13 頁）。グリーンボンドの発行スキームの全体としての信頼性や透明性を確保するうえで、とりわけレポーティングの基礎とした債券投資家に対する説明・開示は非常に重要なものとなる（後藤 [2020] 72 頁）。このことはICMAのグリーンボンド原則を基礎として策定された「グリーンボンドガイドライン」においても確認

しうるところである。

事前説明としての「期待される環境改善効果」とともに、プロジェクト実施後に「実現した環境改善効果」の事後的・定期的な開示の必要性も提起されており（後藤 [2020] 72 頁）、加えて債券投資家に開示されるべき定性的および定量的情報の比較可能性の確保は今後検討されるべき課題となると考えられる。

#### 4 SDGs 債の開示フレームワークに係る検討課題

グリーンボンドは、グリーンプロジェクトに資金を提供する債券であり、環境や気候変動に便益をもたらすことを除けば他の債券と同様であるといえるが、他方で債券投資家に対して独自の説明や開示も求められる。本稿は、SDGs 債が有するこの追加性に着目し、現行の制度開示を前提とした追加情報の開示フレームワークについて、環境省の「グリーンボンドガイドライン」を基礎として検討した。すなわち、本稿は、広くサステナブルファイナンスにおける SDGs 債をめぐる新たな情報の開示に係る制度的枠組みの形成について、特にグリーンボンドに焦点を当てることにより、社債に準じた制度開示（金融商品取引法等）に基づき発行体に求められる一般的開示に加えて、国際標準と看做されている ICMA のグリーンボンド原則および当該原則を基礎として検討された環境省のグリーンボンドガイドラインについて、その中核となる 4 つの要素を考察した。

環境省は、そのガイドラインにおいて「べきである」と規定されている基本的事項のすべてに対応した債券は国際的にも承認されうるグリーンボンドと看做されると考えている。だが、他方で、環境省のガイドラインに法的拘束力はなく、基本的事項に準拠しなかったとしても、他の法令等に接触することがない限り、ガイドラインを根拠とした法令上の罰則が科されることはないのが現状である。ガイドラインの規範性を高めて、当該レポートの要素として、ガイドラインの遵守表明を追加することも今後の課題となるであろう。

環境省によるガイドラインの策定に係る取り組みは、発行体のサステナビリティの向上とともに、投資家にとっての中長期的な投資成果の向上という好循環をもたらし、ひいてはサステナブルな社会の構築に繋がることを政策的に意図しているといえる。

環境省のガイドラインはおおむね ICMA のグリーンボンド原則の記載内容との整合性を踏まえて策定されているが、グリーンボンド原則が中核となる 4 つ要素の基本的事項をすべて満たす必要があるとしているのに対して、環境省のガイドラインにおいては必ずしもかかる要求を行うものではない。日本においてはグリーンボンドに対する認知度がまだ低く、グリーンボンド市場が黎明期から発展段階への移行期にあると考えられていることへの配慮とされるが、かかる動向を国際的に捉えるならば、EU において「EU タクソノミー」の一環としてより厳格な EU グリーンボンド原則の検討も始められている。「国債・社債のグリーン化」が着実に進展するなかで、グリーンボンドの範囲等についてはいくつかの原則等が存在し、多数の解釈の余地が残るなかで、当該債券の発行と流通に係る市場のルールを統一する

国際標準の設定は今後の重要な検討事項となるであろう。

最後に、グリーンボンドの発行に際しては、発行体から開示される事前説明としての「期待される環境改善効果」およびプロジェクト実施後の「実現した環境改善効果」の事後的・定期的な開示等において、当該環境改善効果に係る非財務情報の分析・評価を通じて、発行体と債券投資家との間で新たに構築される効果的なエンゲージメントが実施可能となることが期待される。

最近では、日本国内の小売業においてはじめてグリーンボンドを発行した丸井グループや、日本企業ではじめてソーシャルボンドを発行した ANA ホールディングスにおいて、統合報告 (Integrated Reporting)<sup>9)</sup> や ESG データブック等を活用して積極的な開示が行われている。このことは、社会貢献債を発行している国際協力機構 (JICA) や “スマートエネルギー都市” を政策のひとつとして掲げ、グリーンボンドを発行した東京都等の非営利組織における開示媒体の工夫と丁寧な説明等の事例にも共通している特徴である。債券投資家および発行体は開示情報の水準とその信頼性に大きく依存することになる。財務報告と連係しながら、統合報告を中核とした環境・社会的成果の測定・評価・開示は、いま改めて検討されるべき研究課題となっていることを指摘しうる。

## 参考文献

- 相原和之 [2020] 「サステナブルファイナンスと外部評価」『証券アナリストジャーナル』2月号, 29-38 頁。
- 江夏あかね [2018] 「ESG 債市場の概況と今後の課題」『野村資本市場クォーターリー』Spring, 181-206 頁。
- 江夏あかね [2020] 「世界的に見たグリーンボンド等 SDGs 債の発行状況と投資の意味合い」『証券アナリストジャーナル』2月号, 6-15 頁。
- 加藤俊治 [2020] 「EU 市場を揺るがすか? 「EU タクソノミー」の概要とわが国対策の方向性」『旬刊経理情報』第 1586 号, 46-49 頁。
- 環境省 [2020] 『グリーンボンドガイドライン 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』  
<http://www.env.go.jp/press/files/jp/113511.pdf>
- 後藤茂之編著 [2020] 『気候変動リスクへの実務対応—不確実性をインテグレートする経営改革—』中央経済社。
- 日本公認会計士協会 [2019] 『グリーンボンドの基礎知識—公認会計士の関わり方—』(経営研究調査会研究報告第 67 号)
- 日本証券業協会 [2019] 『SDGs に貢献する金融商品に関するガイドブック』  
<https://www.jsda.or.jp/about/torikumi/sdgs/files/sdsgsguidebook2019.pdf>
- 水口剛編著 [2019] 『サステナブルファイナンスの時代—ESG/SDGs と債券市場—』金融財政事情研究会。
- みずほ証券 [2020] 『SDGs 債 (グリーンボンド・ソーシャルボンド等) の論点整理』  
[http://www.pp.u-tokyo.ac.jp/CMPP/forum/2020-02-28/documents/forum\\_06\\_2.pdf](http://www.pp.u-tokyo.ac.jp/CMPP/forum/2020-02-28/documents/forum_06_2.pdf)
- ICMA [2020] *Handbook, Harmonized Framework for Impact Reporting*, April.
- ICMA [2018] *Green Bond Principles*.
- ICMA [2018] *Social Bond Principles*.
- ICMA [2018] *Sustainability Bond Principles*.

## 注

- 1) 2015年に国連総会において全会一致で『我々の世界を変革する：持続可能な開発のための2030アジェンダ』（以下、「2030アジェンダ」という）が採択された。SDGsは、「2030アジェンダ」の中核となる世界的な優先課題およびあるべき姿であり、17の目標と169項目に及ぶターゲットにより構成される。SDGsは、「誰一人取り残さない」（アジェンダ「宣言」4項）持続可能な社会の実現を目指すものである。
- 2) SDGs債は日本証券業協会による呼称であるが、他にもESG債、SRI債、社会貢献債等の様々な名称が乱立してきた。そのためSDGs債の名称が定着するかどうかは未知数であるといわれている。
- 3) リファイナンスの具体例として、①グリーンプロジェクトに係る金融機関等からの融資を、グリーンボンドによる調達資金で返済（借換）する場合、②すでに開始し、継続または完了しているグリーンプロジェクトの資金調達のため発行した債券の満期償還を新たに発行するグリーンボンドによる調達資金により行う場合、③金融機関等がグリーンボンドによる調達資金をすでに融資を開始しているグリーンプロジェクトへの融資の原資に充てる場合が該当すると説明している（環境省 [2020] 30-31頁）。
- 4) 本稿では割愛するが、サステナビリティボンドについては、ICMAが2017年に「サステナビリティボンド・ガイドライン」を公表している。その調達資金の全額がグリーンプロジェクトやソーシャルプロジェクトの双方に対する初期投資またはリファイナンスのみに充当されるものであり、かつ、グリーンボンドおよびソーシャルボンドに係る諸原則に共通する4つの中核となる要素に適合する債券と定義されている（江夏 [2018] 185頁）。
- 5) 投資家のメリットとして、①ESG投資の一つとしての投資、②投資を通じた投資利益と環境面等からのメリットの両立、③グリーンプロジェクトへの直接投資、④オルタナティブ投資によるリスクヘッジ、および⑤エンゲージメントの実施等の各事項が説明されている。
- 6) グリーンボンド原則は、奨励事項としての外部評価の類型として、セカンド・パーティ・オピニオン、検証、認証、グリーンボンドスコアリング/格付を例示している。
- 7) 外部評価に係る詳細については紙幅の都合により割愛した。水口 [2019] 168-183頁に詳細に説明されている。
- 8) 環境改善効果の指標や算定方法等については、例えばICMA [2020] 等があるが、その検討は別の機会に改めたい。
- 9) 本研究の主題は、ナラティブな情報（非財務情報）の開示領域の拡大を、現代の財務報告の範囲と境界をめぐる問題に関連づけて検討するために筆者がこれまで研究を進めてきた「統合財務報告制度」の形成に係る理論的・制度的研究を背景とする。ここに「統合財務報告制度」とは、財務諸表—注記—附属情報（特にナラティブな情報）が一体となって財務報告の目的を果たす際に、財務情報のみならず、当該目的に照らして統合されうるESG情報に代表される非財務情報も含めて体系化された財務諸表を中核とする報告制度を意味する。

統合報告の形成過程は、これまで提唱されてきた極端な次世代報告モデルへの急進的な転換であるよりも、漸進的な変化を迎えると考えられる。すなわち、企業報告の全体の枠組みの形成において、財務情報、ナラティブな情報たる経営者による説明（management commentary）、ガバナンス・経営者報酬情報およびサステナビリティ報告における環境・社会関連情報等の各報告サイロ（reporting silo）が、各法域における経路依存性に基づき統合しうるまで相互の連係関係が明確になったものが、統合報告として（One Report となる形態も含めて）その上部構造を新たに形成することになると考えられる。