

## CAPITAL MARKETS BULLETIN

2018年4月号 (Vol.37)

## グリーンボンドの時代

I. 活気づくグリーンボンド市場	森・濱田松本法律事務所
II. グリーンボンドとラベリングするための規準	弁護士 田井中 克之
III. 発行時及び期中における追加手続	TEL. 03 6266 8596
IV. 国内の動向と今後の見通し	katsuyuki.tainaka@mhmjapan.com

## I. 活気づくグリーンボンド市場

## 1. 背景

昨今、企業のCSR (Corporate Social Responsibility) 意識が高まり、投資に際してESG (Environment, Social, Governance) を考慮することの意義が浸透しつつある中で、「グリーンボンド」という言葉を目や耳にする機会が増えています。後述のグリーンボンドガイドラインによれば、グリーンボンドとは、企業や地方自治体等が、国内外のグリーンプロジェクト（環境改善効果のある事業）に要する資金を調達するために発行する債券であり、具体的には、①調達資金の用途がグリーンプロジェクトに限定され、②調達資金が確実に追跡管理され、③それらについて発行後のレポーティングラインを通じ透明性が確保された債券をいうものとされています。

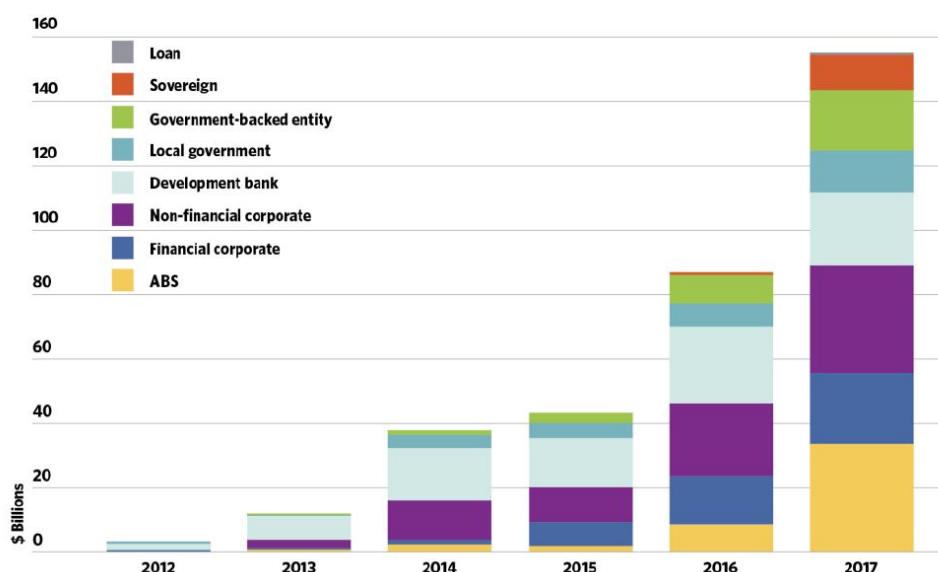
2006年に国連で公表された責任投資原則 (PRI) は、投資の意思決定プロセスにESG問題へのコミットメントを組み込むべきであるとするイニシアチブであり、現在、これに賛同し署名する機関投資家の数は世界で2000（うち日本は60超）に達しようとしています<sup>1</sup>。また、2015年12月にCOP21（国際気候変動枠組条約第21回締約国会議）で採択された「パリ協定」では、世界共通の長期目標として、産業革命前からの世界全体の気温上昇を2℃以下に保持し、1.5℃に抑える努力を継続することが謳われました。さらに、同年9月の国連サミットで採択された「持続可能な開発のための2030アジェンダ」において持続可能な開発目標 (SDGs) が採択され、17の目標に向けて各国が施策を講じていくことが確認されました。これらを背景に、地球温暖化対策や自然資本の劣化防止に資するプロジェクトに民間資本を投入する動きが強まったことで、その調達的手法としてグリーンボンドの発行が活発化しています。

2007年に欧州投資銀行が気候変動への認知度を高める債券 (Climate Awareness Bonds) を発行して始まったグリーンボンドですが、近年において急激な拡大を見せしており、今後もこの傾向が続くと考えられています。

<sup>1</sup> 署名した機関投資家はPRIのウェブサイト (<https://www.unpri.org/signatories>) で確認できる。

# CAPITAL MARKETS BULLETIN

## The labelled green bond market is growing rapidly



(出典：Climate Bonds Initiative “Green Bond Highlights 2017”)

グリーンボンドを発行しようとする企業、投資法人及び地方自治体等のメリットとしては、投資家層の多様化や、グリーンプロジェクト推進への積極性をアピールすることによる社会的支持の獲得などを挙げることができます<sup>2</sup>。一方、投資家の観点からも、グリーンボンドに投資すること自体がイメージアップにつながるほか<sup>3</sup>、オルタナティブ投資によるリスク分散というメリットがあるといわれています<sup>4</sup>。

## 2. 我が国の発行体による発行事例

公表資料<sup>5</sup>によれば、我が国の発行体によるグリーンボンドの発行事例は以下のとおりであり、近時は金融機関以外にも拡がりつつあり、また国内における調達事例も増えていることが窺われます。

発行年	発行体	調達通貨	調達資金の用途
2014 <sup>6</sup>	日本政策投資銀行	ユーロ	「DBJ Green Building 認証」付き物件向け融資

<sup>2</sup> そのほか、投資家による環境デューデリジェンスコストの削減、大幅な超過需要の実現、セカンダリ市場のボラティリティ抑制などもメリットとして挙げられることがある。なお、後述のセカンドオピニオンの取得費用等を勘案すると、起債自体の経済性の観点からは相対的にコストが高くなりがちであるというのが、少なくとも現在の一般的な認識である。

<sup>3</sup> 発行体のホームページにおいて、投資表明した投資家が公表される事例も少なくない。

<sup>4</sup> また、中長期的に安定したリターンが見込まれる点が長期保有を投資方針とする投資家に対して魅力的であるとの指摘もある。

<sup>5</sup> 環境省及び各発行体のホームページ並びに後掲注 12 のデータベース等を参照した。

<sup>6</sup> 2015 年以降はサステナビリティボンドとして発行している。

## CAPITAL MARKETS BULLETIN

2015	三井住友銀行	米ドル	再生可能エネルギー事業及び省エネルギー事業
2016	野村総合研究所	円	環境への配慮がなされた不動産の取得等
2016 他	三菱UFJフィナンシャル・グループ	米ドル ユーロ	再生可能エネルギー事業等
2017	三井住友フィナンシャルグループ	ユーロ	再生可能エネルギー事業及び省エネルギー事業
2017	みずほフィナンシャルグループ	ユーロ	再生可能エネルギー事業等
2017	東京都	円 豪ドル	2020年東京五輪を契機とした環境対策、スマートエネルギー都市づくり等の事業
2017	鉄道建設・運輸施設整備支援機構	円	都市鉄道利便増進事業
2017	戸田建設	円	浮体式洋上風力発電設備の建設
2018	三菱UFJリース	円	太陽光発電向け融資事業
2018 <sup>7</sup>	日本リテールファンド投資法人	(円)	「グリーン適格資産」の取得又は取得に要した借入金の借換等

## II. グリーンボンドとラベリングするための規準

### 1. グリーンボンドの4類型

グリーンボンドは、その償還原資等の違いから、以下の4類型に区分できます。

資金使途型	グリーンプロジェクトに充当するための資金を調達する債券 償還原資は発行体全体のキャッシュフロー
総収益型	グリーンプロジェクトに充当するための資金を調達する債券 償還原資は、充当対象プロジェクトのキャッシュフロー、充当対象に係る公共施設の利用料、税金等の総収益
プロジェクト キャッシュフロー型	グリーンプロジェクトに充当するための資金を調達する債券 償還原資は、充当対象プロジェクトのキャッシュフローのみ
証券化型	グリーンプロジェクトに係る(複数の)資産を担保とし、そこから生まれるキャッシュフローを原資として償還する債券

<sup>7</sup> 4月16日に訂正発行登録書を提出しており、今後発行条件等が決定されるものと見込まれる。

## CAPITAL MARKETS BULLETIN

我が国におけるこれまでの発行事例は資金使途型が中心ですが、今後市場が成熟するに従って他の類型が出現することも期待されます。

### 2. ICMA によるグリーンボンド原則 (GBP)

現時点において、グリーンボンドの規準や要件を定めた世界共通のルールは存在しません。しかし、国際資本市場協会 (ICMA) が策定したグリーンボンド原則 (GBP)<sup>8</sup>は、発行体、投資家及び引受証券会社が自主的に作成したグリーンボンドの発行手続に関するガイドラインという位置づけでありながら、市場において広く認知及び依拠されています<sup>9/10</sup>。

GBP は、以下の 4 つの核となる要素で構成されます。

#### ① 資金使途 - Use of Proceeds

まず、調達資金が明確な環境改善効果のある「グリーンプロジェクト」に充当されるものであることが最大のポイントとなります。そして、そのことが債券に係る法定書類に適切に記載されるべきであるとされています。

GBP には、「適格プロジェクト」の代表的なカテゴリーとして、再生可能エネルギー、省エネルギー、汚染の防止及び管理、自然資源及び土地利用の持続可能な管理、水陸における生物多様性の保全、クリーンな輸送手段、持続可能な水資源管理、気候変動への適応、環境に配慮した製品、製造技術及び製造プロセス、グリーンビルディングが列挙されています。

#### ② プロジェクトの評価・選定プロセス - Process of Project Evaluation and Selection

次に、発行体は、以下の点を投資家に対して明示すべきであるとされています。

- ・環境面での持続可能性に係る目標
- ・当該プロジェクトが①の適格プロジェクトに該当すると判断したプロセス
- ・当該プロジェクトに関連する潜在的な重大なリスクを特定及び管理するための除外規準その他のプロセスを含む、関連する適切性の規準

そして、この評価及び選定のプロセスは、外部機関によるレビューによって補完されることが望ましいと考えられています。

#### ③ 調達資金の管理 - Management of Proceeds

また、グリーンボンドの発行による調達資金は、発行体が適切な方法によって追跡し、発行体の投融資業務に係る内部プロセスにおいて証明されるべきである

<sup>8</sup> 2014 年の策定以来、毎年改定されており、最新版は 2017 年版となっている。

<sup>9</sup> このほかにも、例えば、気候変動問題の解決のための社債市場を活性化しようという国際的な非営利団体である Climate Bonds Initiative が定めた Climate Bonds Standards がある。

<sup>10</sup> ICMA は、ソーシャルボンド原則 (SBP) において、特定の社会問題の解消や改善を目指す「ソーシャルプロジェクト」に調達資金を充当する「ソーシャルボンド」のガイドラインを規定し、また、サステイナビリティボンドガイドラインにおいては、その調達資金をグリーンとソーシャルの両方の性格を兼ね備えるプロジェクトに充当する債券を「サステイナビリティボンド」と定義している。

## CAPITAL MARKETS BULLETIN

とされています。さらに、グリーンボンドが残存する限り、調達資金の残高がグリーンプロジェクトへの充当額と整合するよう定期的に調整し、発行体は、充当前の調達資金の残高の一時的な運用方法を投資家に知らせるべきであるともされています。

なお、この調達資金の管理も、②と同様、監査人又は外部機関によるレビューによって検証されることが望ましいと考えられています。

**④ レポーティング - Reporting**

その上で、発行体は、すべての調達資金が充当されるまでは毎年、またその後は重要な進展があった場合に、資金使途に関する最新情報を報告すべきであるとされています。そこには、調達資金が充当されたプロジェクトの一覧、その概要、充当額及び期待される効果が含まれます。

そして、GBP は、発行するグリーンボンドがこれらの要素に準拠していることを確認するため、発行体が外部機関によるレビューを用いることを推奨しています<sup>11</sup>。GBP によれば、ここでいうレビューには、コンサルタント・レビュー (Consultant Review)、検証 (Verification)、認証 (Certification) 及びレーティング (Rating) が含まれるとされています。このうちコンサルタント・レビューは、グリーンボンドのフレームワークの策定等において専門性を持つコンサルタント等からアドバイスを受けるというものであり、多くの案件で外部機関等が発行しているセカンドオピニオンはこの区分に含まれます<sup>12</sup>。

**3. 環境省によるグリーンボンドガイドライン**

グリーンボンドの市場の国際的な発展と歩調を合わせ、日本国内においてもグリーンボンドの認知度を高め、国内におけるグリーンボンドの発行と投資をさらに拡大することを目指して、2017年3月、環境省により「グリーンボンドガイドライン」2017年版が策定されました。このグリーンボンドガイドラインは、ICMAのGBPの内容との整合性に配慮しながら、グリーンボンドの発行や投資が進んでいない我が国の市場の状況を踏まえるとともに、環境改善効果がない若しくは水増しされている又は調達資金が適正に環境事業に充当されない債券（いわゆるグリーンウォッシュ債券）が出回ることを防止することも基本的な考え方として議論が進められたものです。

グリーンボンドガイドラインの中心となる「グリーンボンドに期待される事項と具体的対応方法」の内容はGBPと整合しており、そこで「べきである」と記載されているすべての事項に対応した債券は、GBPの下でもグリーンボンドとして認められ

<sup>11</sup> 過去の発行事例で利用された外部機関としては、SUSTAINALYTICS、CICERO、VIGEO EIRIS、oekom research などがある。

<sup>12</sup> GBP に準拠して発行されたグリーンボンドに関する情報は、ICMA ウェブサイト上のデータベース (<https://www.icmagroup.org/green-social-and-sustainability-bonds/resource-centre/>) から入手でき、セカンドオピニオンの内容も閲覧できる。



## CAPITAL MARKETS BULLETIN

と考えられています。一方で、グリーンボンドガイドラインの下では、「べきである」のすべての事項には対応していない場合であっても、環境改善効果を主張して債券を発行することが妨げられるものではありません<sup>13</sup>。具体的対応方法は、「べきである」のほかに、採用が推奨される項目としての「望ましい」、例示や解釈等を示すものとしての「考えらえる」という3類型に区別して記述されています。

また、グリーンボンドガイドラインの興味深い特徴として、調達資金の用途に関しては、明確な環境改善効果のあるグリーンプロジェクトであるかの判断に際して、プラスの環境改善効果のみならず、プロジェクトが環境にもたらすネガティブな効果も勘案するものとされています。ネガティブな効果の例としては、工事に伴う生態系への悪影響、騒音や振動、施設からの排気及び排水による大気汚染及び水質汚濁などがあります。そして、発行体は、そのネガティブな効果の評価や対応の考え方等も投資家その他の市場関係者に対して説明すべきであるとされています。

さらに、外部機関によるレビューに関しては、過去にレビューを付与されたものと同じフレームワークで再度グリーンボンドを発行する場合には、改めてレビューを受けることは不要であるという考えが示されており、コストや事務的負担の低減という観点からの配慮が窺われます。

なお、グリーンボンドガイドラインは、複数のモデルケースを示すことにより発行体及び投資家等の理解の便宜を図っている点も特徴的です。

#### 4. HLEG による最終報告と EU GBS 策定の動き

欧州委員会 (European Commission) に置かれた持続可能な金融に関するハイレベル専門家グループ (High-Level Expert Group on Sustainable Finance、HLEG) は、2018年1月31日、その最終報告を公表しました<sup>14</sup>。HLEGの目的は、持続可能な金融に向けたEUの包括的なロードマップの策定を手助けすることであり、今回の報告は、主要な提言 (Key Recommendations) 8項目のほか、業界横断的な提言 (Other Cross-Cutting Recommendations)、金融機関その他セクター別の提言 (Financial Institutions and Sectoral Recommendations)、社会的かつ広範な持続可能性に関わる提言 (Social and Broader Environmental Sustainability Recommendations) から成っています。

グリーンボンドに関しては、主要な提言の5番目として持続可能な金融に関する公的基準の策定を唱える中で、まずはEUグリーンボンド基準 (EU Green Bond Standard、EU GBS) を公表すべきであると述べ、EU GBSの具体案を示しています。EU GBSは、現在のベストマーケットプラクティスであるGBPを踏襲しつつも、原則 (Principle) ではなく基準 (Standard) であるという性質の違いから、資金用途の

<sup>13</sup> まずは日本の市場規模を拡大することが重要であるという価値判断に基づき、「スタンダード」ではなく「ガイドライン」として策定されている。

<sup>14</sup> [https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/180131-sustainable-finance-final-report\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/180131-sustainable-finance-final-report_en.pdf)

## CAPITAL MARKETS BULLETIN

開示、レポーティング、外部機関によるレビューとその開示を要件とするとともに、外部機関は認定を受けたものに限るなど厳格化が見られます。

また、HLEG は、EU グリーンボンドと称するための要件として、以下の3点を挙げています。

- ①調達資金が、今後策定される EU サステナビリティタクソノミに沿った新規又は既存のグリーンプロジェクトに充当され又はそのリファイナンスに用いられること
- ②債券の発行文書において、EU GBS に準拠することを確認すること
- ③EU GBS に準拠することが、独立かつ認定された外部レビュー機関による検証を受けること

HLEG は、2018 年中に EU GBS を策定すべきであると提言しています。また、HLEG の提言を受け欧州委員会が 2018 年 3 月 8 日に発表した持続可能な金融に関するアクションプラン<sup>15</sup>では、グリーンボンド発行に係る目論見書の記載事項を明確化することを含め、2019 年末までに法整備を推進する姿勢が示されており、今後もグローバルな基準の策定に向けた動きが注目されます。

### Ⅲ. 発行時及び期中における追加手続

#### 1. 発行に際して必要となる追加手続

GBP やグリーンボンドガイドラインに準拠してグリーンボンドを発行しようとする場合、調達資金の充当対象プロジェクトの検討、プロジェクトの評価及び選定のプロセスの検討、発行後の調達資金の管理方法及びレポーティング方法の検討、予想環境改善効果の算定、及びこれらに関する外部機関のレビューの取得が必要になります。これは、一般的な社債の場合に、資金用途を一般運転資金（General corporate purpose）などの簡易な記載で発行する事例も多いことと比較すると、発行体にとって相応の負担感のある手続となります。

また、金融商品取引法に基づき公募形式で発行する場合には、有価証券届出書や発行登録追補書類等の開示書類において、手取金の用途を丁寧に記載するとともに、グリーンボンド適格であることやセカンドオピニオンを取得していることなどを特別記載事項として公表することが必要と考えられます。

#### 2. 期中に必要となる追加手続

グリーンボンドが償還されるまでの期間では、調達資金の追跡管理を行うとともに、環境改善効果を含む事項についてレポーティングを行う必要があります。また、その

<sup>15</sup> <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52018DC0097&from=EN>

## CAPITAL MARKETS BULLETIN

際にも外部機関のレビューを取得することも求められます。

## IV. 国内の動向と今後の見通し

## 1. TOKYO PRO-BOND Market のプラットフォーム

株式会社東京証券取引所が運営するプロ投資家向けの債券市場である TOKYO PRO-BOND Market (TPBM) では、2018年1月22日、グリーンボンド及びソーシャルボンドのためのプラットフォームが開設されました<sup>16</sup>。このプラットフォームは、環境問題や社会問題の解決に資するプロジェクトへの取組み状況について債券の発行体がアピールすることを可能にするものです。具体的には、グリーンボンド又はソーシャルボンドとして債券を TPBM に上場させた発行体は、調達資金の用途に加えて、任意に、外部機関によるレビュー（コンサルタント・レビュー、検証、認証、レーティングなど）、レポーティング（調達した資金の使用に関する定期的な情報提供）及びその他の関連情報（プレスリリースなど）を掲載することができます。

なお、上場之际には、グリーンボンド又はソーシャルボンドとしての（何らかの）基準又は要件を充足すること自体は審査されませんが、市場の透明性・信頼性確保のため、準拠又は参照した基準を示すことが望ましいとされており<sup>17</sup>、有価証券新規上場申請書においては、原則として、準拠又は参照した原則・ガイドラインへの適合性について記載することとされています。また、発行時の外部機関によるレビューや発行後の継続的なレポーティングに関しても、必須ではないものの、GBP においては、活用することが望ましい又は開示すべきであると考えられていることに言及しています<sup>18</sup>。

## 2. 環境省によるグリーンボンド発行促進体制整備支援事業

環境省は、平成30年度より、我が国におけるグリーンボンド発行支援体制を整備して発行及び投資を促進し、企業や自治体が低炭素化事業を実施する取組みを支援することを開始しました<sup>19</sup>。これは、グリーンボンドの発行体に発行支援（外部レビューの付与、グリーンボンドコンサルティングの実施等）を行う「発行支援者」に対して費用を補助することにより、通常の債券発行手続に加えて要する追加的な外部コストを負担しようというものです。

また、この事業では、発行支援者の登録や公表、国内における発行事例の情報共有、国内外の市場及び政策の動向分析を行い、国内外に向けて情報発信等を行うための「グリーンボンド発行促進プラットフォーム」を新たに整備することも含んでいます。

<sup>16</sup> <http://www.jpx.co.jp/equities/products/tpbm/green-and-social-bonds/index.html>

<sup>17</sup> 東京証券取引所「TOKYO PRO-BOND Market に関する Q&A」A 59

<sup>18</sup> 前掲注 17・A 60 及び 61

<sup>19</sup> <http://www.env.go.jp/press/105417-print.html>



## CAPITAL MARKETS BULLETIN

なお、環境省では、今夏にかけて ESG 金融懇談会を開催し、直接及び間接金融の両分野で環境金融の可能性について議論しています<sup>20</sup>。そこでは、例えば、2015年9月に PRI に署名している年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）が、世界銀行グループとの間で債券投資における ESG について共同研究を実施していることなどが報告されており、有力な投資家である GPIF のグリーンボンド投資に対する積極的な姿勢が示されています。

### 3. 今後の見通し

2018年には、世界で2500～3000億米ドルのグリーンボンドが発行される見通しともいわれています<sup>21</sup>。前述のとおり欧州でEU GBSの策定準備が進められているほか、2017年11月にASEAN Capital Markets ForumがASEAN Green Bonds Standardsを公表したことにより、ASEAN諸国での発行も増大する見込みです。

翻って日本では、グリーンボンドに対する注目度が上がる一方で、発行後のレポートや外部機関によるレビュー等のコストを懸念する声も聞かれます。1997年のCOP3（国際気候変動枠組条約第3回締約国会議）において、ホスト国としていわゆる京都議定書をまとめ上げた実績のある日本は、地球環境の改善に対して積極的に取り組むべき存在であり、その一つの手法としてグリーンボンドが果たす役割は小さくないと考えられます。

グリーンボンドの発展には市場関係者の協力が不可欠です。当事務所としても、今後の進展を注視しながら、さまざまな形で課題に取り組んで参りたいと考えています。

<sup>20</sup> <http://www.env.go.jp/policy/esg/kinyukondankai.html>

<sup>21</sup> Climate Bonds Initiative “Green Bond Highlights 2017”より

## CAPITAL MARKETS BULLETIN

### セミナー・文献情報

- セミナー 『戦略的観点から選択されるコーポレート・ファイナンスをめぐる最新実務』  
開催日時 2018年7月3日(火) 14:00~17:00  
講師 根本 敏光  
主催 プロネクサス
  
- セミナー 『大量保有報告制度の法的知識と実務上の留意点』  
開催日時 2018年7月18日(水) 9:30~12:30  
講師 根本 敏光  
主催 プロネクサス
  
- 本 『逐条解説 2017年金融商品取引法改正 [初版]』(2018年3月刊)  
出版社 株式会社商事法務  
著者 森田 理早(共著)

### NEWS

- The Ninth Edition of Best Lawyers in Japan にて高い評価を得ました  
Best Lawyers (ベスト・ロイヤー) による、The Ninth Edition of Best Lawyers in Japan に当事務所の弁護士 60 名が選ばれ、うち 3 名は Lawyers of the Year に選ばれました。Capital Markets 分野において石黒 徹が Lawyers of the Year に選ばれたほか、安部 健介、藤津 康彦、鈴木 克昌及び尾本 太郎が日本を代表する弁護士に選出されています。
  
- 2017 年度トムソン・ロイター「DEALWATCH AWARDS」の受賞案件に関与しました  
2017 年度のトムソン・ロイター「DEALWATCH AWARDS」が発表され、当事務所が関与した 5 件が受賞いたしました。

(当事務所に関するお問い合わせ)  
森・濱田松本法律事務所 広報担当  
mhm\_info@mhmjapan.com  
03-6212-8330  
www.mhmjapan.com