

グリーンボンド市場の現状と法制化について

久田 祥子

最近、「グリーンボンド」という言葉を耳にす

る機会が増えている。グリーンボンドは、環境問題の解決を目指すための資金調達的手段で、カーボンニュートラルに向けた貢献が期待されている。しかし、わが国におけるグリーンボンドの発行・運用プロセスは自主規制の枠組みに基づいており、様々な問題が生じている。これらを解決するための方策の一つとして、法制化が考えられる。本稿では、自主規制の歴史、先行する欧州の動き、そして日本における自主規制の状況や今後の法制化の方向性について概観する。

一、自主規制の歴史

グリーンボンドは、環境課題の解決を目的とした新たな仕組みの債券である。普通債券とは異なり、調達資金の用途はインパクト（環境改善効果）の見込まれるグリーンプロジェクトに限定される。このため、PRI (Principles for Responsible Investment) に署名したESG投資家にとっ
ては、グリーンボンドへの投資を行うことで、発行体の取組みを通じて環境課題の解決や持続可能

な社会の実現に貢献することが可能となるため、魅力的な投資対象となり得る。この仕組みのなかでは、グリーンプロジェクトからどのようなインパクトがどの程度生じるのか、つまりインパクトの透明性と信頼性を確保することが重要になる。

世界初のグリーンボンドは、二〇〇八年に世界銀行によって起債された。その後、民間金融機関や企業などがこれに追隨して市場は急成長したが、当時はグリーンボンドに関する明確な基準が存在せず、発行体ごとに「グリーン」の定義が異なっていた。このため機関投資家を中心に、市場の公正な発展を促進するために、基準を明確にするべきとの機運が次第に高まっていた。

このなか二〇一四年から二〇一五年にかけて、ICMA（国際資本市場協会）は「グリーンボンド原則（GBP）」を公表した。GBPは、グリーンボンドの適格性と信頼性を確保するための

発行・運用のプロセスを示した自主規制で、資金使途、資金管理、プロジェクト評価・選定プロセス、レポーティングの四つの要素で構成されている。このうち「レポーティング」はインパクトを投資家に報告する要素で、発行体がグリーンボンドの資金使途および予想される環境インパクトまたはアウトカムを最低でも年一回以上報告すること、その際定性的なパフォーマンス指標と可能であれば定量的なパフォーマンス指標を使用することなどを推奨している。

この後、世界の国々や地域ではGBPに準拠しつつ自国の実情に合わせたガイドラインの策定が進み、わが国においても二〇一七年に環境省が「グリーンボンドガイドライン」を公開した。また、GBPと並行して、インパクトの透明性と信頼性の確保のために、「インパクトレポーティング」について調和のとれた枠組みを目指すガイド

ス文書」も公表された。

このガイダンス文書は、発行体が資金調達によって達成したインパクトを投資家へ効果的に報告するための指針で、投資家がインパクトを適切に評価できるような基本指標と報告テンプレートなどを提供している。以降、GBPおよびインパクトレポーティングのガイダンス文書は、透明性の向上や情報開示の推進を図るため、現在に至るまで継続的に改訂されている。

二、EUにおける法制化の動向

EUは、グリーン債券原則（GBP）との整合性を図りつつ、さらに厳格で標準化された自主規制として「EUグリーン債券基準（EUGBS）」を策定した。同時に、これを法的に制度化するための「EUグリーン債券規則（EU

GBR）」も策定し、いずれも二〇二四年一二月に発効した。法制化の目的は、グリーン債券市場の透明性と信頼性を高め、持続可能な投資を促進すると共に、投資家保護の強化を図ることにある。EUGBRは、発行体に対してEUGBSへの適合を義務づけるものではなく、適合するか否かを発行体自らが任意で選択できる枠組み⁽¹⁾である。

発行体がEUGBS適用を選択した場合、ESMA（European Securities and Markets Authority：欧州証券市場監督機構）により認証された外部審査機関が、「EUタクソノミー」に基づく審査を実施することが義務づけられている。EUタクソノミーとは、発行体が調達資金を充当して取組む経済活動が環境的に持続可能であるかどうかを判定するためのEUの統一的基準である。発行体は、タクソノミーに基づき環境改善

に關するインパクトを、予め定められた指標を用いて報告しなければならない。外部審査機關のレビューは発行前と発行後で実施されるため、投資家にとって報告されるインパクトの透明性と信頼性が大幅に向上することになる。

ESG投資家にとって、EUGBSへの適合は、グリーンウォッシングを防止する有効な手段となると同時に、投資資金が環境改善にどのような貢献しているかを明確に把握できる指標となる。この結果、投資判断において効率的な銘柄間比較が可能になり、それが受託者に対する説明責任を果たすことにもつながる。つまり、投資家保護、インパクトの透明性と信頼性の確保に寄与する。

一方の発行体にとってEUGBSへの適合は、グリーンボンドの透明性と信頼性を高めることができる利点があるものの、適合に伴うコスト負担

が増加する可能性もある。EUGBSに適合しないグリーンボンドを起債することは引き続き可能であるが、この場合、調達コストが上昇することが予想される。

三、わが国の自主規制の状況

わが国における自主規制は、有効に機能しているのであろうか。筆者がグリーンビルディングセクターに分類される複数のグリーンプロジェクトを対象にインパクトを確認したところ、報告される指標やその単位、レポートینگ期間やタイミング、開示方法、集計方法は、統一性に欠けていた。

例えば、インパクトの指標として使われているものには、年間CO₂排出量、CO₂換算トンの温室効果ガス（GHG）排出の年間削減量、エネ

ルギー使用量、取得したCASBE、LEED等のグリーンビルディング認証などがあった。これらの指標はいずれも、上述グリーン債券ガイドラインの付属書一別表（グリーンリスト）においてインパクト（環境改善効果）を算出する際の具体的な指標として例示されているが、発行体ごとに異なる指標が用いられるため、銘柄間の比較は困難を極める。

また、レポートの開示方法について上場企業を比較すると、発行体のHP上（IRやサステナビリティ関連情報）、統合報告書など発行体によって異なり、データを効率的に収集することをお妨げている。さらに、直近のインパクトのみを開示し時系列データを提供しない事例や、CO2換算トンのGHG排出量の算定に使用したプロトコルを明示していないケースも散見される。加えて、投資対象のグリーンプロジェクトが稼働して

間もなく債券が償還を迎えるケースでは、インパクトレポートインゲが殆ど行われないなど、多くの課題が見られた。

このように、わが国においては、投資家は発行体が開示するインパクトデータの収集や集計を効率的に行うことができず、自らの投資資金が環境改善にどのように貢献しているかを評価することが難しい。グリーン債券市場は、初期から現在に至るまでの発展過程において、市場拡大を阻害する可能性のある過度な規制や報告義務を導入せず、自主規制の枠組みによって柔軟性を重視した施策が講じられてきたが、現状のインパクトレポートインゲのなかには上述のような課題があり、投資家は受託者責任を果たすことが厳しい状況にある。わが国グリーン債券市場における自主規制は、実質的には機能していないといえるのではないか。

四、わが国の規制の方向性

上記の状況が影響しているのか、足元わが国グリーンボンド市場の成長には成熟化の兆しがみられる。環境課題を解決するためには、グリーンボンド市場の持続的な成長が求められ、それを実現するためにはガイドラインの法制化の検討が必要となろう。

EUが策定したEU GBRは導入から日が浅いため、その効果や起債への影響を検証するには時間を要するが、法制化のモデルとしては大いに参考になる。日本において法制化を導入する場合、まずは規制枠組みの構築が重要になる。特に、枠組みの基盤となる外部審査機関を認証する監督官庁の設立、わが国の統一的基準となる「日本版タクソノミー」の策定が不可欠である。

監督官庁については、金融庁あるいは環境省を監督機関とすることが実現可能な選択肢と考えられる。一方、日本版タクソノミーの策定には、膨大な時間と労力を要することが予想される。日本版タクソノミーは、わが国固有の産業構造に適合するよう設計する必要がある一方、同時に国際的なタクソノミーとの調和も視野に入れなければならないからである。

日本版タクソノミーの策定方法やその時期は今のところ明らかにはなっていないが、その策定において基盤となり得るのが上述の「グリーンリスト」である。グリーンリストは、二〇二三年度に環境省に設置された「グリーンリストに関するワーキンググループ」において、国内外の市場や技術の動向などを取り入れつつ、定期的に更新・改訂が行われている。今後、日本版タクソノミーの策定にこのグリーンリストを活用するのか、あ

るいは活用しない場合にはどのような基準やプロセスに基づき策定・導入を行うかが、法制化を進める上での鍵となろう。

(注)

(1) すべてのグリーン債券に対してEU GBS適合を義務づけると、例えば優れた環境技術をもつ中小企業やEU外の発行体に対して過度な負担となる可能性があることから、任意フレームワークが採用された。

(参考文献)

- 環境省 (二〇一七)、グリーン債券ガイドライン。
環境省 (二〇二三)、第七回グリーンファイナンスに関する検討会配付資料。
環境省 (二〇二四)、グリーン債券及びサステナビリティ・リンク・債券ガイドライン。
EU (2024), European Green Bonds Regulation.
EU (2024), European Green Bonds Standard.
ICMA (2014), Green Bond Principles Voluntary Process Guidelines for Issuing Green Bonds.

ICMA (2015), Working Towards a Harmonised Framework for Impact Reporting.

ICMA (2021), Green Bond Principles Voluntary Process Guidelines for Issuing Green Bonds.

ICMA (2022), Handbook Harmonised Framework for Impact Reporting.

PRI (2023)、日本におけるサステナブルファイナンス・タクソノミーの必要性。

(ひさだ しょうこ・東海大学経営学部教授
当研究所客員研究員)