

# 基礎研 レター

## SDGs 債への取組みに際して

～様々なラベルの意義などを考える～

<ESG レター基礎編>

金融研究部 年金総合リサーチセンター長兼 ESG 推進室長  
徳島 勝幸  
(03)3512-1845 k-toku@nli-research.co.jp



### 1—SDGs 債は、様々な ESG 関連債券を包含する概念

昨今の起債市場を見ると、低金利の長期化とスプレッドの低位安定もあって、投資家にとって魅力的な投資対象を見付けにくい状況にある。金余りの運用環境に浸っている機関投資家は、基本的に“買いたい弱気”の状態にあり、必ずしも債券の購入に対して積極的ではない可能性が高い。そのため、投資家の背中を軽く押すことによって、投資家が積極的な投資姿勢に転じる可能性は高い。資金調達を行う発行体側の立場で考えると、年限の長期化やスプレッドを厚くするといった取組みによって利回りを引き上げることも可能だが、将来時点での償還年限構成を考えると闇雲な長期化は不適切であり、問題の先送りに見えるかもしれない。また、将来の経営責任者から「安易な負債の長期化」と指摘されるかもしれない。一方、スプレッドを厚めにすることも、年限や格付け、業種といった主要な要素から導出される概ねの適正水準から殊更に厚く設定することは、実勢から外れるもので市場の秩序を乱すことにも繋がりがかねない。近年、頓に発行頻度の増えているグリーンボンド等の SDGs 債については、仮にグリーンiumと呼ばれる割高感はなくても、投資家は ESG 投資の一環として購入したと説明できることに加え、投資意欲を表明し ESG 関連債券への投資残高を公表することで、株式だけでなく他の資産においても ESG 投資を実践していることを、公表できる有益なツールとしても利用可能なのである。ESG 関連という投資商品に付されるラベルは、機関投資家の背中を軽く押すのに適切な存在である。

ESG に関連する債券は、歴史的に見ても、グリーンボンド、ソーシャルボンド等々様々な呼称を持っている。これらは、ICMA（国際資本市場協会）の策定したグリーンボンド原則やソーシャルボンド原則に基づくもので、実際に ICMA が策定・公表している原則及びガイドラインには、以下のようなものがある。

Green Bond Principles（グリーンボンド原則）

Social Bond Principles（ソーシャルボンド原則）

Sustainability Bond Guidelines（サステナビリティボンド・ガイドライン）

## Sustainability-Linked Bond Principles（サステナビリティリンクボンド原則）

時に ESG 債といった表現を見ることもあるが、実際には、G の“ガバナンスボンド”といったものは考え難く、代わりに環境要素に配慮した E（グリーンボンド）と社会活動の要素を意識した S（ソーシャルボンド）に加わる第 3 の柱は、これまた“S”ではあるが、サステナビリティ要素を意識したものである。実際に、原則まで策定されているのは、グリーンボンドおよびソーシャルボンドの次に、サステナビリティリンクボンドである。したがって、全体を ESG 関連債券と呼ぶことは決して誤りでないが、実際には Governance より Sustainability の方が債券市場で強く意識されており、少なくとも“ESG 債”と呼称するのには違和感がある。日本証券業協会も 2019 年 4 月に公表した『SDGs に貢献する金融商品ガイドブック』において、“主に国内市場で用いられており、海外市場においてはその限りではない”という注釈を付しているものの、“SDGs 債”という呼称を打ち出している。

なお、SDGs 債に関連する債券のラベルは、順次、ますます多様化されており、それはより斬新なラベルを張ることで投資家にアピールしようとしているものと考えられる。“ジェンダーボンド”は、明らかにソーシャルボンドの一種であるし、“トランジションボンド”は全体では必ずしも環境に優しいと言えない企業等が、温室効果ガス排出削減等の取り組みを行うプロジェクトにリンクしたものとして発行されており、グリーンボンドを拡大解釈したものと考えられる。また、アジア開発銀行の策定した「海洋保全と持続可能なブルー・エコノミーのための行動計画」に沿ったものとして、海洋保全に関連したプロジェクト向け債券に付された“ブルーボンド”は、単なるグリーンボンドの一種と理解するよりも、サステナビリティボンドに含まれるものと解することが可能である。このように、投資家にアピールするために様々な呼称・ラベルが作られているが、各々が適切な基準に合致することが必要であり、また、資金調達以降もプロジェクトの状況について十分な開示・モニタリングを行われる必要がある。決して環境に優しいだろうといったイメージだけを付与するものであってはならないだろう。

## 2—SDGs 債に投資する意義

株式領域における ESG 投資によって期待される効果は、企業の ESG 努力に見合った中長期的な業績の安定性・サステナビリティの向上の結果として実現される、長期の投資におけるリターンの安定及び向上と整理することができる。一方、債券領域については、債券そのものにリターンの上方硬直性が存在することから、株式と同様の発想に基づいた利回り向上意識した ESG 投資は、単純には馴染まない可能性が高い。

SDGs 債の認証基準には国内外様々なものがあり、発行体も国、地方公共団体から政府関係機関、民間企業など多様である。世界的に権威を有すると認められる認証基準もあるが、「お金に色はない」以上、起債によって得られた資金を異なる用途に回しても投資家にはわからない可能性がある。

例として S の要素を考えると、そもそも地方公共団体や政府関係機関の存立目的は社会や公共に資するためであり、いずれもソーシャルボンド発行体としての素地を有している。また、インフラサービスを提供する企業や政府関係機関等の発行する債券は、すべからくサステナビリティボンドと呼ばれてもおかしくない。適正な認定基準と運用が確保されなければ、グリーンウォッシュと批判される

ように、SDGs 債というラベルの意義が失われるだろう。少なくとも、紐付けられたプロジェクトの状況に関する情報の十分な開示が求められよう。

アセットオーナーが ESG 投資に注力している姿勢を関係者に強く意識してもらうためには、ESG 投資を冠した株式運用や SDGs 債を購入する債券運用を採用することが有用である。実際に、新規に募集される SDGs 債に対して、投資家が購入意欲を表明することが行われている。ESG 投資に取り組む姿勢を容易に明らかにすることができるため、投資家側にも単なるリターンを超えたメリットがあり、まさに投資家と発行体の両者に「Win-Win の関係」が構築されるのである。

但し、債券投資にリターンの上方硬直性があり、「お金に色はない」中で SDGs 債を割高に購入することに対しては、受託者責任の観点からの疑義が呈される可能性がある。特に、曖昧な認定基準・運用の中で、グリーンアム等と呼ばれる割高さは容認されるべきでない。しかし、ESG に適切に取り組んでいる企業については、経営が安定し信用リスクの振れ幅が小さいと考えられる。その結果として、社債に対する要求スプレッドが縮小するとも考えることが出来る。将来的には、ESG や SDGs に適合し難い企業の社債のみに対して、更なるスプレッドの上乗せが要求されることになるのかもしれない。

### 3——サステナビリティリンクボンドの新展開

2020 年度に入って新しく日本の公募普通社債市場で見かけるようになったのが、サステナビリティリンクボンドである。公募社債において確認されたのは、12 月に募集された芙蓉総合リースの第 27 回債が最初であろうか。その後も、複数の銘柄が募集されている。2020 年度後半に見られた起債では、各々が異なる仕組みを採用していた。サステナビリティリンクボンドは黎明期にある債券種類のため、仕組みについても試行錯誤の最中であり、どのような仕組みが最終的に市場における慣行として定着するかは、興味深い。いずれも「サステナビリティパフォーマンスターゲット」（以下、SPT と略す）を設定するところまでは同様であるが、SPT 達成の有無による影響が異なる。なお、SPT の具体的な定義は各々の起債で異なっているが、概ね再生可能エネルギー使用率等を採用している。SPT の設定内容が適切なものかどうか、投資家は、ラベルに惑わされることなく、サステナビリティリンクボンドとしての適格性を吟味する必要があるだろう。

以下では、サステナビリティリンクボンドの具体例を幾つか見て行きたい。まず、芙蓉総合リース第 27 回 7 年債は、当初 4 年間で固定の 0.38% クーポンであり、その後の償還までの 3 年間は、発行体が SPT を達成した場合にはクーポン水準が変更されず、未達成に留まった場合にはクーポンが 0.48% に上昇する仕組みとなっている。次に、2021 年 3 月に募集された高松コンストラクショングループ第 2 回 5 年債は、5 年間のクーポンを固定した上で、SPT を達成できていない場合には、償還時に金額 100 円あたり 0.50 円のプレミアムを支払うものとする。償還時点でのプレミアム支払いではあるが、5 年の保有期間に均すと 0.1% の利回り上乗せ効果に相当する。芙蓉総合リース債とは異なり、償還時点での債券保有者しかプレミアムくお受取ることができないため、発行体が SPT を達成できるかどうかの見通しによっては、社債券の売却判断に影響する可能性があるだろう。そも

そも、日本の社債は多くがバイアンドホールドの対象となっており、殊更に売却を抑制する効果が生じるかどうか疑問であるが。

同じく3月に募集された野村総合研究所第8回12年債は、当初10.5年間は0.355%クーポンであり、SPTを達成した場合には、発行体の選択で期限前償還を可能とし、SPTを達成していない場合には、残りの1.5年は0.811%クーポンにステップアップした利息を支払う仕組みとしている。つまり、SPTを達成できると考える投資家にとっては10.5年債であるが、あくまでも期限前償還を可能とする条項であって、発行体の状況によっては期限前償還をスキップされる可能性が残っている。

2021年度に入ってから、サステナビリティボンドの募集は続いており、特に秋以降に募集されたものは、SPTを未達成に終わった場合、所定の額の外部団体等への寄付を発行体が約束するものとなっており、このようなSPT未達の場合に発行体が寄付を約束する形が定番になって来たようだ。約束した寄付を実行しなかった場合には、資本市場における発行体の信用が失墜することになるだろう。投資家は、発行体に対してサステナビリティを意識した経営の実行を求めるものの、固定利付である債券の特性を考えると、SPT未達の場合にクーポンのステップアップ等直接のメリットがなくても構わない。ESGやSDGsを推進するという観点が重要であり、通常の債券と同程度の利回りが確保できていれば十分であろう。SPT未達成の場合に、必ずしも利回りの向上を求める必要はない。むしろ管理上は、クーポンや償還元本が購入当初から変更される方が、面倒かもしれない。

これらサステナビリティリンクボンドの仕組みを概観すると、大きく二点の課題を指摘することが可能である。まず、発行体にとってはSPTを達成することによって、支払う金額を抑制したいインセンティブがあるものの、利回りが向上するタイプの仕組みの場合、投資家からすれば経済効率の面からはSPTを達成できない方が望ましい。つまり、投資家と発行体の利害が真っ向から対立する可能性があるということなのである。確かに企業がSDGsに即した経営目標を設定することは現代の潮流であるが、SPTの設定次第では緊張感のない基準となっている可能性がある。また、SPTの達成についても、発行体が自ら判定することは、お手盛りになる危険性がある。SPT目標の設定や達成の判定に関しては、第三者による厳格な認定と判定を求めることが必要である。

次に、いずれのサステナビリティリンクボンドも、発行体は超過利息の支払いや寄付の義務を回避できるよう、SPT達成に向けた経営努力を行うと期待されるが、その一方で、発行体による買入消却がいつでも可能と規定されている。そのため、時価であれば、いつでも発行済の社債券を買取ることが可能である。つまり、金利が上昇してしまったり発行体の信用状況が大きく棄損されているような状況であれば、アンダーパーでの買取りが可能となっている。そのような状況では、債券を買入消却することによってサステナビリティリンクを生じさせなくすることが可能である。信用状況の悪化している場合には、SDGsへの配慮を捨て、利益確保の観点から買入消却に向かう可能性を否定できない。サステナビリティリンクボンドについては、発行体を買入消却を行わない旨を宣言することが、必要ではなかろうか。