

グリーンファイナンスに関する検討会（第11回） 議事要旨

日時：2024年9月10日（火）15時～18時

場所：環境省 及び オンライン会議システム

<座長>

水口 剛 高崎経済大学 学長

<委員>

相原 和之 野村證券株式会社 サステナブル・ビジネス開発部 サステナブル・ファイナンス担当部長

足達 英一郎 株式会社日本総合研究所 常務理事

岩淵 正明 日本生命保険相互会社 財務企画部 担当部長

上野 貴弘 一般財団法人電力中央研究所 社会経済研究所
研究推進マネージャー（サステナビリティ）・上席研究員

押田 俊輔 マニユライフ・インベストメント・マネジメント株式会社 クレジット調査部 部長

笠井 清美 一般社団法人日本経済団体連合会 環境エネルギー本部 統括主幹

梶原 敦子 株式会社日本格付研究所 常務執行役員 サステナブルファイナンス評価本部長

金留 正人 DNV ビジネス・アシュアランス・ジャパン株式会社
サステナビリティサービス統括部 プリンシパル

岸上 有沙 特定非営利活動法人日本サステナブル投資フォーラム 理事
Chronos Sustainability Ltd., Specialist, Sustainable Investment

楠畑 篤志 株式会社日本政策投資銀行 サステナブルソリューション部 次長

島 義夫 LEC会計大学院 客員教授

田村 良介 三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社 投資銀行本部 マネージング・ディレクター
ESGファイナンス&新商品室長

中空 麻奈 BNPパリバ証券株式会社 グローバルマーケット統括本部 副会長

林 礼子 BofA証券株式会社 取締役 副社長

平野 裕子 株式会社みずほフィナンシャルグループ サステナブルプロダクツ部 部長

<オブザーバー>

金融庁、経済産業省、日本銀行

一般社団法人生命保険協会、一般社団法人全国銀行協会、

一般社団法人日本投資顧問業協会、株式会社日本取引所グループ、日本公認会計士協会、
日本証券業協会

1. 開会

2. 議事

(1) グリーンボンド及びサステナビリティ・リンク・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 2024 年改定版（案）

資料 3~5 に基づき、事務局より、グリーンボンド及びサステナビリティ・リンク・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 2024 年改訂版（以下、「ガイドライン」）及び関連する国内のパブリックコメント・海外機関からのコメントについて説明がなされ、これに基づき、以降の議論がなされた。

【ガイドライン全般への意見】

- (1) ガイドラインにおける改定内容に賛同するという意見があった。
- (2) 国際原則から乖離して、国内で例外的に適用する内容を議論するのではなく、ICMA や LMA などの国際機関に対して日本の政策・課題・実情をインプットしルールそのものに反映していく必要がある。例えば、中堅・中小企業への対応に関して、日本独自にガイドラインに記載するのではなく、ICMA や LMA などに対話を働きかけ、国際原則・ガイダンスへの反映を目指すことが重要であるという意見があった。
- (3) ガイドラインにおいて、「recommended」「encouraged」という単語に対してそれぞれ「推奨する」「奨励する」という日本語を対応させているが、他省庁における ESG ファイナンスに関するガイドラインなどとも表現を揃え、日本政府内での整合性を保つのが望ましいという意見があった。

【SPT の事後設定（ローン・ボンド共通）】

- (4) 政府や産業界の 2030 年 GHG 排出量目標等を上回るようにトリガー SPT を設定する場合に、長期の資金調達において 2030 年は中間年に満たないが、それ以降の目標を企業で事前に設定するのは困難である。このため、ICMA のガイダンスハンドブックに基づき、事前に SPT の決定方針を明確にした上で、妥当な誤差を許容しつつ、範囲目標・動的目標・ベンチマーク目標を組み合わせる SPT を事後的に設定する仕組みも考えられるとの意見があった。
- (5) SPT の事後設定に関しては、ガイドラインにおいて、ICMA のガイダンスハンドブックの参照箇所を示すだけでなく解説として記載すべきではないかという意見があった。具体的には、Hard-to-Abate 産業における超長期投資等において、段階的に目標設定をする方が望ましい場合はサステナビリティ・リンク・ローンの毎年設定の例外を認めるような記載をしてはどうかとの意見があった。
- (6) 一方で、ICMA では、SPT の事後設定に関して明確な結論が出ていないため、現段階での一つの考え方の例示として取り扱うのが望ましいという意見もあった。

【SPTの事後設定（ローン）】

- (7) ローンにおいては、貸し手と借り手の間で合意が取れば、SPTの事後決定方法を具体的な計算式で事前に示さなくても成立するかもしれないが、透明性の観点からガイドラインへの記載は慎重にすべきという意見があった。また、SPTの事後設定について、SPT未達成ローンに対する対応方法が借り手として今後大きなテーマになるという意見があった。
- (8) ICMAのガイダンスハンドブックの通りに、ガイドラインのボンド部分を修正する場合に、ローンにも同様に適用してよいのかはLMAに確認するのが望ましいという意見があった。
- (9) 設備投資の導入時期によって毎年のSPTが難しいことは理解できるが、仮に融資期間の一番最後に設備が実際に完成する場合、その効果（のなさ）を測れない懸念はないのか。例えば、いわゆるSPTではなく、その設備投資導入の進捗状況など、何か必要にはならないのかとの意見があった。

【SPTの事後設定（ボンド）】

- (10) ローンと同様にボンドにおいても、SPTの数値を事後的に決定する場合には、動的目標とベンチマーク目標を事前に設定し、野心性を測るため数値算出のロジックを事前に明確化した上で、投資家に透明性を持って公表する必要があるという意見があった。特に、金利のステップアップの場合には、エコノミクスに直接影響を及ぼす問題であるため、明確にすべきであるという意見があった。
- (11) 海外のように、ペナルティとインセンティブが利率に紐づけられる場合は問題が生じないものの、日本においては寄付型のサステナビリティ・リンク・ボンドが多いため、目標未達成の場合に社債投資家が実施を担保させることができない現状を懸念する意見があった。
- (12) 寄付型のサステナビリティ・リンク・ボンドにおいて、SPTの事後設定が行われた場合であっても、未達成時の対処法を社債要項に明記することで投資家が不確実な債券を購入することを防ぎ、購入後も投資家がエンゲージメントを実施してはどうかという意見があった。また、発行額を増加させるためには、寄付型というスキームではなく、投資家が金利のステップアップの形態を受け入れることが望ましいという意見もあったが、利率の変動によって仕組債と区分され、債券のベンチマークに入らなくなることが考えられ、バランスの取り方が重要であるとの意見があった。
- (13) 現状国内ではESGのマネートを受けているファンドはほとんどなく、SPTが事後設定された債券も含め、発行後の債券の状態をどこまでフォローするかは投資家の業態によって変わり、検討会等の議論の場にも投資家があまり出ないことが市場の難しさを生み出しているのではないかという意見があった。

【その他のガイドラインへの意見】

- (14) 資料5-3、3頁における章立ての順番を、（4）：発行体の行動に関する説明、（3）：中核的なKPIの説明、（2）：二次的なKPIの説明、に変更したほうが発行体としては読みやすいという意見があった。
- (15) 資料5-4、6～7頁における例外規定の例は、他の記載との平仄を考慮し、括弧つきで表記した

方がよいという意見があった。

- (16) 資料 3 の通し番号 6 に記載された意見で、「開示の主体を金融機関もしくは外部レビュー機関が担うことが可能か」という質問に対し、外部レビュー機関は独立した第三者であるため開示主体になることができない点を、可能であれば明記したほうがよいという意見があった。

(2) グリーンファイナンスに関する検討会の今後の方向性について

資料 6 に基づき、事務局より、今後の検討会における議論の方向性について説明がなされ、これに基づき、以降の議論がなされた。

【今後の検討会の方向性全般への意見】

- (1) 事務局提示の方向性について賛成であり、2016 年より作り上げてきたガイドラインが形になってきた中で実装する段階に移っていただろうという意見があった。
- (2) 日本では、グリーンアムや ESG 開示のルールがない中でグリーンファイナンスに取り組む目的やインセンティブ付けを真剣に議論すべきであり、環境省を中心として政府全体としてグリーンファイナンスを推進していただきたいという意見があった。
- (3) グリーンファイナンスが実装の段階に進む中で、検討会で議論してきた世界観が、様々な市場のプレイヤーによって共有されていくか否かについては注意したほうがよいという意見があった。
- (4) 今後、市場拡大の議論をしていくにあたり、どの市場の議論をするのか、回ごとに限定しながら議論していくことが望ましいとの意見があった。

【日本のグリーンファイナンス市場拡大について】

- (5) グリーンファイナンス市場拡大は既に一定程度行われて来たが、現状のグリーンファイナンス市場においては財投機関の発行額が大きいと、更なる市場拡大のためには、民間企業が参入しやすい方策を検討すべきという意見があった。また、現状日本では ESG のマニフェストを受けているファンドがほぼないとみられるが、米国よりもサステナブル投資を進めている個人投資家の割合が少ないという調査結果もあり、グリーンファイナンスに関して、個人投資家や一般の方々にも丁寧に情報発信することが重要であるという意見があった。
- (6) 一方でグリーンファイナンス市場は、未だ量的な拡大が足りていないのではないかと意見があった。日本の金融市場の規模を踏まえると、各グリーンファイナンス商品の資金調達額は小さいと解釈でき、実際に、検討会外の金融業界含めた様々な業界の方にとって、グリーンファイナンスが依然として認知されていない現状があるという意見もあった。また、日本では EU の Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR) のような規制やタクソノミーを作らないことでグリーンファイナンス発行について発行を制約するクラウドディングアウトが生じていない一方で、発行が制約されていないながらも量的拡大が少ないという側面もあり、一種の複雑骨折の様相を呈しているという意見があった。
- (7) 借入人や発行体にとっては、労力に対してリターンを感じにくい部分があるため、インセンティブを付与しながら、「グリーンプロジェクト促進のためのグリーンファイナンス」というコンセプトを打ち出すことが必要である。特にインセンティブとして、どのように投資家を巻き込んでグリーンアムを発現させるか考えることが重要であるとの意見があった。一方で、投資のモチベーションや発行のインセンティブについては、突き詰めすぎるとも有効ではないかもしれないとの意見があった。
- (8) 貸し手としては追加性があるファイナンスを進めたく、グリーンファイナンス市場において新規で KPI

を設定しているファイナンス案件が極めて少ないという状況に注目し、その背景解釈を様々な切り口で考えてみるべきではないかという意見があった。また、市場規模拡大のためには、新規調達者を増やす施策が重要であり、2回目以降の発行は非常にハードルが下がるため大きく追及する必要はないという意見があった。一方で、新規発行を生み出す施策に関しては、欧州とは異なる形で、政府主導の多額の補助金に関連させるという案があるという意見があった。

- (9) 既存の債券を発行している方は、既発債の借り換え等を行うことが多いが、グリーンウォッシュの観点では、そのような既存の債券を借り換え等により増やしていくのは難しいのではないかと意見があった。
- (10) 今後 ESG ラベル付き債券だから発行するような発行体を増やすために、脱炭素化に必要な資金をボンドとローンで賄えるのかを踏まえた上でどのように対応すべきか検討することが望ましいという意見があった。また、日本のグリーンファイナンスにおいて、ボンドは、市場拡大が新規投資家の獲得に繋がるものの、調達企業への対話によるエンゲージメントではローンに劣るといった特性があり、両者のメリットとデメリットを考慮しながら議論することが望ましいという意見があった。
- (11) 市場規模拡大のためには、テキストなどの整備をして、経済界もしくは金融界においてグリーンファイナンスに関して教育を行う必要があるという意見があった。
- (12) GX 移行債のように新しいものは様々な関心を集め市場がよりよく成長する側面があるため、市場規模拡大のためには、ピュアグリーンなものも併せて、グリーンとして市場が認めるような資金用途、もしくは金融機関や投資家がグリーンiumを出しても良いと思えるような資金用途を作り上げていく必要がある。このような資金用途の作り上げる際には企業本来の価値とグリーンを結びつけることが重要であり、特に生物多様性・資源循環などの日本の強みと ICMA による Green Enabling の考え方を紐づけて新しい事例を生み出し発信することが望ましいという意見があった。
- (13) 市場規模の拡大のために、グリーンファイナンスの商品を評価する調査・研究に対して補助金を出すことも必要ではないかという意見があった。例として、環境研究総合推進費で進めているグリーンファイナンスに関する研究結果も重要だという意見があった。さらに、GX 経済移行債を使いながらグリーンファイナンスを行うことで信用補完を可能にし、社債市場の拡大を目指すというのも一案であり、調査研究の上で、資金調達方法を多様化させるのに有効な仕組みを分析することが望ましいとの意見があった。
- (14) 欧州などでは移行計画が要請されるようになっており、移行計画とグリーンファイナンスの商品をどのようにリンクさせていくかを議論する必要があるという意見があった。
- (15) 市場規模の拡大のためには、エクイティとグリーンファイナンスを連携させて、民間企業と投資家に企業価値とサステナビリティの関連性を腹落ちさせる必要があるという意見があった。
- (16) 寄付型の商品は、明確に社会的責任投資という位置づけにすることで、世間からのグリーンファイナンスへの関心向上、市場規模の拡大に寄与させることができるという意見があった。
- (17) 日本のマーケット全体におけるサステナブルファイナンスの割合は、グローバルのマーケット全体におけるサステナブルファイナンスの割合を比較すると高い傾向にあるため、資本市場全体・社債市

場がサステナブルファイナンス市場と同時に成長することが重要であるという意見があった。

【日本のグリーンファイナンス市場の質の向上について】

- (18) 現状グリーンファイナンスでなくても従来通り資金が調達できているとみられる中で、グリーンファイナンスの商品の質を向上させるためには、グリーンな商品がより分かりやすい形で世間に見える工夫をして、コミットした資金の可視化をする必要があるという意見があった。一方で、現状ある程度発行されている市場では、グリーンファイナンスの動きができてきたと考えるという意見もあった。
- (19) 商品の質の担保のため、評価機関が適切に役割を果たすことが必要であるという意見があった。
- (20) 欧州においては、グリーンウォッシュリスクの観点からサステナビリティ・リンク・ボンド及びサステナビリティ・リンク・ローンの資金調達額が減少しており、タクソミーのような規制がある中で商品の質を保つことが一層重要になるため、考え方のポイントを整理するのが望ましいとの意見があった。また、欧州では SFDR の影響が非常に大きいためクオリティの面ではクラウディングアウトは生じているという意見があった。

【日本のグリーンファイナンス市場と海外投資家の関係性】

- (21) グリーンファイナンス市場に欧米の投資家を呼び込むことは市場の拡大の観点では非常に重要であり、クオリティやインパクトを明確に示し、グローバルに通用する形で取り組む方法を示すことが望ましいとの意見があった。
- (22) 日本のグリーンファイナンス市場に関して、海外投資家も巻き込む前提なのか、国内で完結する前提なのかを整理すべきであり、誰に対してどのように訴求するのか、何の市場について話しているのかという点を明確にすることで議論がしやすくなるという意見があった。
- (23) 日本の資本市場において既にガラパゴス化している部分があるものの、日本社会に大きな影響を与えるのに国内資金のみでは量が足りない点を考慮すると、グリーンファイナンス市場のガラパゴス化は避けなければならないという意見があった。一方で、海外投資家の参入を促すためのグローバルスタンダードルール整備は重要であるものの、地方銀行の取引の中心となる中堅・中小企業にはグローバルスタンダードと別の基準で取り組みを後押しする必要があるのではないかという意見があった。
- (24) 海外投資家による日本のトランジションファイナンス評価と比較して、グリーンファイナンスがあまり評価されていない背景には、日本のグリーンファイナンスの国内志向の強さがあるのではないかという意見があった。また、海外投資家は日本のトランジションファイナンスを高く評価している一方で、ほとんど投資していないという側面があるため、海外投資家の資金を日本に流入させる方法は別途考えなければいけないという意見があった。一方で、海外投資家が日本のグリーンファイナンス市場に参入してこないのは、円というプロダクトに問題があるからであり、グリーンファイナンス固有の問題ではないという意見があった。
- (25) 海外投資家の呼び込みを目指すならば、海外の投資家の意見を聞く機会も必要であり、どのポ

イントが課題なのかをヒアリングするのが望ましいとの意見があった。

【国際機関への発信】

- (26) ICMA は日本のグリーンファイナンス市場に対して注目しており、日本からも意見を積極的に発信していくべきという意見があった。同様に、LPA・APLMA も共同でトランジションのガイドラインの検討を進めており、日本として発信すべきとの意見があった。また、情報発信は具体的な方法も含めて検討をした方が良いという意見があった。

【その他の今後の検討会における具体的テーマ】

- (27) ラベル付きボンドを増やすことよりも、本検討会で議論されてきたインパクトや発行体の戦略が何か、という指針を示す必要はあり、同様にグリーンリストの中で何が本当にグリーンかわからない状況は、改善して示すべきという意見があった。
- (28) 今後、大量の SPT の達成を判定する中で、モニタリング方法が上手く設計されることが望ましく、規制ではなく、戦略をフレームワークに記載する等のベースを確立するのが重要であるという意見があった。
- (29) 検討会やガイドラインでは発行者側の議論が多くなっているため、買い手側の分析をする必要もあるのではないかという意見があった。また、金融機関側がどのように取り組むべきか、スチュワードシップのあり方に関しても、ガイドラインの改定も含めて検討してもよいとの意見があった。
- (30) グリーンファイナンスとトランジションファイナンスを合わせて全体として捉え、インパクトなどを測定・モニタリングしてもよいのではないかという意見があった。
- (31) 今後の COP29 では、先進国から途上国への資金動員目標の設定が議論されるが、公的資金だけではなく、途上国への民間投資額も目標値として設定する場合、実際の投資額をどのようにトラッキングするのか、タクソミーが無い中で気候変動目的の資金をどのように定義するのかという問題が生じるのではないかという意見があった。

3. 閉会

以上