

# 新 ESG 債、目標未達で利回り上昇の不思議

2021/02/25 02:00 日本経済新聞電子版 2992文字

環境問題や社会問題の解決に向けて企業が発行する「ESG債」の裾野が広がってきた。調達資金の用途や二酸化炭素（CO2）排出に関する「縛り」を緩める債券が登場。発行企業の選択肢が広がり、ESG債の市場拡大につながると期待されている。

## ■企業側の使い勝手が向上

新しいESG債のひとつは「サステナビリティ・リンク・ボンド」と呼ばれる。国内ではヒューリックが2020年10月に初めて発行したほか、芙蓉総合リースも12月に続いた。

従来のESG債と大きく異なるのは「資金用途を決めなくていい」とことと、「利率などの条件が後から変わる可能性がある」とことの2つだ。

グリーンボンド（環境債）やソーシャルボンド（社会貢献債）は、「太陽光発電施設の建設」や「感染症対策の支援」など、事前に決めた事業にしか調達資金を使うことができない。各事業への資金ニーズは限られるため発行額が大きくなりにくい面があった。

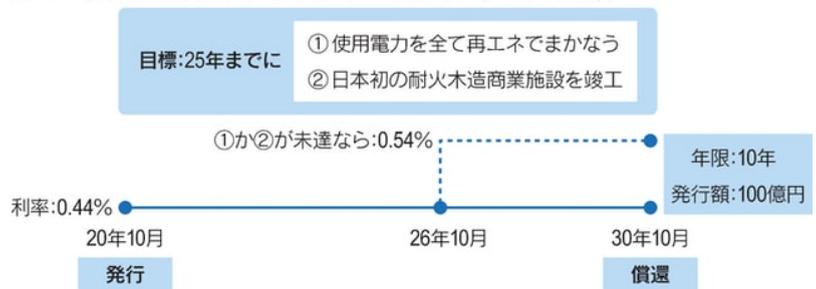
サステナビリティ・リンク・ボンドは調達資金の使い道が原則として企業の自由で、一般的な債券で調達するのと変わらない。違うのは「達成目標」を設定し、その到達状況によって債券条件が変わる点だ。たとえばヒューリックの場合は、「25年までに使用電力を全て再生可能エネルギーに切り替える」など2つの目標を設定している。債券の利率は0.44%だが、目標が達成できなければ26年から0.54%に上がる。企業にとっては利払い負担が増えるため、環境目標を達成するインセンティブになる。

国内2例目の芙蓉リースはリンク・ボンドについて「用途が限られる環境債に比べ自由度が高く、自社の社会貢献への注力姿勢を明確に打ち出せるメリットがある」（水谷高CSV推進室長）と語る。

## ESG債で新たな商品が登場しつつある

	資金用途の限定	債券の内容
新 サステナビリティ・リンク・ボンド(SLB)	×	SDGs目標の達成に応じて債券条件が変動
新 トランジションボンド	△	現状「グリーン」でない企業が環境貢献に向け資金を調達
グリーンボンド(環境債)	○	調達資金を環境対策につながる事業に充てる
ソーシャルボンド(社会貢献債)	○	調達資金を社会的課題の解決に充てる
サステナビリティボンド	○	調達資金を環境問題や社会的課題の解決に充てる

## ヒューリックのサステナビリティ・リンク・ボンドの概要



課題もある。目標の達成がその企業にとってどれだけ難しいか、またその目標達成が社会にどれだけの好影響をもたらすか、外部の目からは判断しにくい。目標が達せられなければ利率が上がってしまうため、企業側には比較的容易にクリアできる目標を設定する誘因が働く。野村サステナビリティ研究センター長の江夏あかね氏は「目標をできるだけ標準化して、企業ごとに比較ができるようにすることが今後求められる」と話す。



「目標未達成で金利が上がる」という仕組みは投資家にとってもジレンマだ。金利の上昇は収益にとっては望ましいが、社会的には目標を達成する方が好ましい。

ESG債投資専門の運用会社、英アファーマティブ・インベストメント・マネジメント（AIM）のステーブン・フィッツジェラルド共同創業者は「債券の発行企業が目標を達成できない場合に、投資家に『報酬』を提供することになりかねない」と指摘する。

仕組み上は、逆に「目標を達成できれば金利が下がる」という「ご褒美型」のリンク・ボンドを出すこともできる。マンユライフ・インベストメント・マネジメントの押田俊輔クレジット調査部長は「この仕組みなら、目標の達成で発行体の企業価値が上がる分、利率低下のデメリットをある程度カバーできる」と話す。

もうひとつの新しいESG債は「トランジションボンド」と呼ばれる。「トランジション」とは「移行」のこと。今はCO<sub>2</sub>排出量が多いなど「グリーン」ではないため環境債を発行しにくい企業が、グリーン化への移行を進めるのに役立てることができる。国内ではまだ発行例はないが、経済産業省などを中心に仕組み作りが進む。来年以降発行が本格化する可能性がある。資金用途を限定するものと、しないものの2つのパターンが想定されている。

日本は国内産業に占める製造業の比率が比較的高く、「グリーン」な社会に一足飛びで到達するのは難しい。マンユライフの押田氏は「国内の主力産業は現状ではCO<sub>2</sub>排出削減が難しく、それらの企業がグリーン化に向けた研究開発や設備投資を進める必要がある」として、トランジションボンドの潜在的な発行ニーズは大きいとみる。

ESGを考慮した運用は社債投資家の間でも広がっており、ESG投資の目標額を定める投資家も増えている。呼応してESG債の発行額も増えつつあるものの、需要の急増を受け止めきれっていないのが実情だ。案件によっては需要が過熱し、割高になってしまったり投資家が想定ほど買えなかったりする場合もある。日本生命の今真一郎・財務企画部担当課長は「これまで環境債を出せなかったような企業にリンク・ボンドやトランジションボンドの発行が広がれば、ESG債市場全体が拡大する」と期待を寄せる。

■新たな資金調達に道筋 指針策定で発行増に期待  
国際資本市場協会のデニス・オダーロ氏

国際的な金融業界団体の国際資本市場協会（ICMA）は20年6月にサステナビリティ・リンク・ボンド（SLB）の原則、12月にクライメート・トランジション・ファイナンスの手引きを策定した。ICMAはグリーンボンド（環境債）やソーシャルボンド（社会貢献債）の原則も出しており、世界の投資家や企業が参考にする。これらの原則の執行委員会委員長を務めるデニス・オダーロ氏に狙いを聞いた。

——SLBの原則を出した狙いは。

「SLBは、（環境や社会に関する）持続可能性の目標を発行体が達成するのを支援する画期的なアプローチだ。発行体のサステナビリティ戦略と目標の全体像を提示する債券といえる。環境債や社会貢献債などこれまでの債券と異なり、調達資金の用途は限定されず、一般的な事業に使われる。このため、どのような発行体でも利用できる」

「原則の策定を通じて透明性と情報開示を促し、発行の最優良事例を確保する狙いがある。環境債や社会貢献債も原則が発行時の指針となり、市場の成長を促してきた。SLBの原則も発行の増加につながると期待できる」

——仕組みが複雑で商品性が分かりづらいとの声もあります。

「（目標を達成できない場合、金利が上昇する）ステップアップ・クーポンや多様な返済オプションが組み込まれた債券は、それほど新しいものではない。SLBの付加価値は、発行体の持続可能な目標を条件に落とし込んでいる点だ。原則の根底には、持続可能性に関する目標達成について発行体に説明責任の根拠を与えるという考えがある。投資家はSLBへの投資を、発行体の将来的な持続可能性への取り組みをサポートする機会ととらえる必要がある」

——トランジション・ファイナンスの手引きの狙いは。

「ICMA内の作業部会の調査では、（温暖化ガス排出量の多い）炭素集約型の企業は環境債の発行に消極的なことが分かった。だが、こうした企業の脱炭素化は気候変動対策に非常に重要だ。排出削減が難しいこれらのセクターに、科学的な根拠に基づく目標に沿った信頼できる脱炭素化戦略を実現する資金の流れをもたらす必要がある。手引きは、発行体が温暖化ガスの排出削減目標と気候変動戦略の達成に向けて信頼できる債券を発行する方法の指針を提供するために作成した」

——新しい債券が増えるなか、ICMAは何に注力していますか。

「ICMAの執行委員会は毎年、原則を順守するメンバーなどと年次協議を開催し、取り組むべき優先課題について議論している。20年は10月から11月にかけて実施した。原則や手引きが市場参加者にとって意義があるよう、不明瞭な点を改善し市場と足並みをそろえることを重視している」

（井口耕佑、ESGエディター松本裕子）

許諾番号30080826日本経済新聞社が記事利用を許諾しています。

本サービスで提供される記事、写真、図表、見出しその他の情報（以下「情報」）の著作権その他の知的財産権は、その情報提供者に帰属します。

本サービスで提供される情報の無断転載を禁止します。

本サービスは、方法の如何、有償無償を問わず、契約者以外の第三者に利用させることはできません。

Copyrights © 日本経済新聞社 Nikkei Inc. All Rights Reserved.