



OKASAN SDGs REPORT

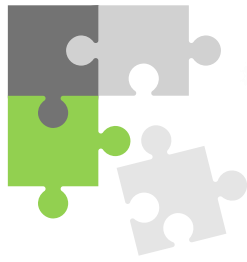
岡三SDGsレポート

Vol.14 | 2023年7月 お客さま用資料

Contents

P.2 : サステナブル・リンク・ボンド市場動向について

P.10 : SDGs/ESGニュース



サステナブル・リンク・ボンド 市場動向について

1. はじめに

サステナビリティ・リンク・ボンド（SLB）は、発行体が事前に設定した野心的なサステナビリティ/ESG目標の達成状況に応じて、財務的・構造的に変化する可能性のある債券を指す。これらの目標は（i）事前に定義された重要業績評価指標（KPI）を通じて測定され、（ii）事前に定義されたサステナビリティパフォーマンスターゲット（SPTs）に対して評価される。SLBは発行体の脱炭素への移行を見据えた債券であり、トランジションを促進するための有用な資金調達ツールの一つとして認識されている。2019年の初のSLB発行以降、発行額や発行団体が増えているが、一方で、資金用途を限定しない「リンクファイナンス」の在り方に対して、欧米市場では、一部疑念の声が見受けられる。

本記事では、国内外のSLBの市場動向について紹介し、今後の展望について推察する。

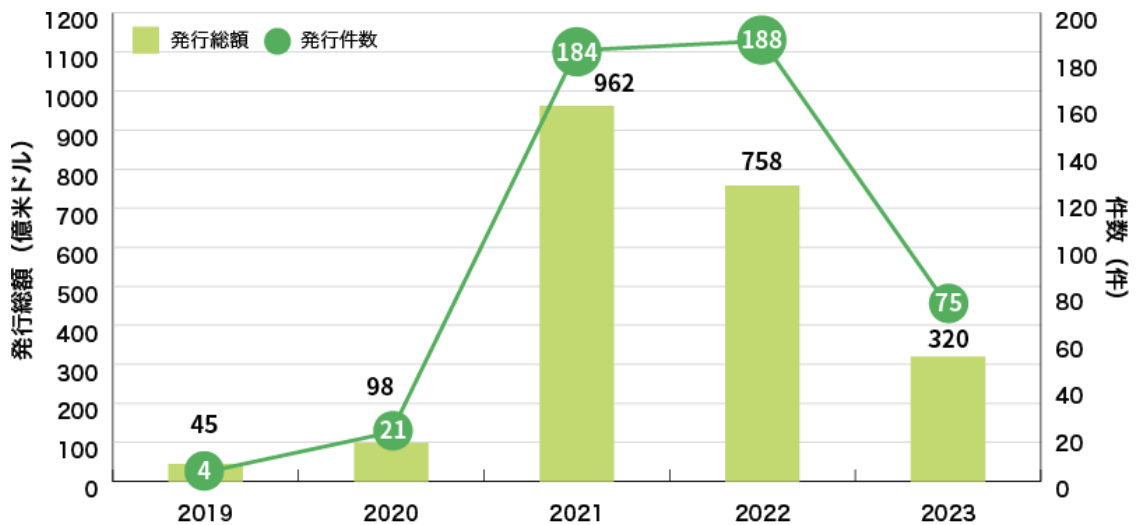
2. SLBの発展・国際市場動向について

世界でのSLBの発行は、2019年9月にイタリアの電力・エネルギー会社エネル（Enel）が発行したことから始まった。その後、ブラジルに本社を置く製紙会社、スザノ・オーストリア（Suzano Austria GmbH）が2020年9月に初めてSLBでの自主的なセカンド・パーティ・オピニオン（SPO）を取得して発行した。その後も非上場のアパレルブランド企業であるフランスのシャネル社等が続けて発行し、現在もSLB市場は着実に拡大している。

世界のSLB市場の発行額推移を次頁（図表1.2.1）に示した。図表からは、2022年



(図表1.2.1) 世界のSLB発行額・件数推移



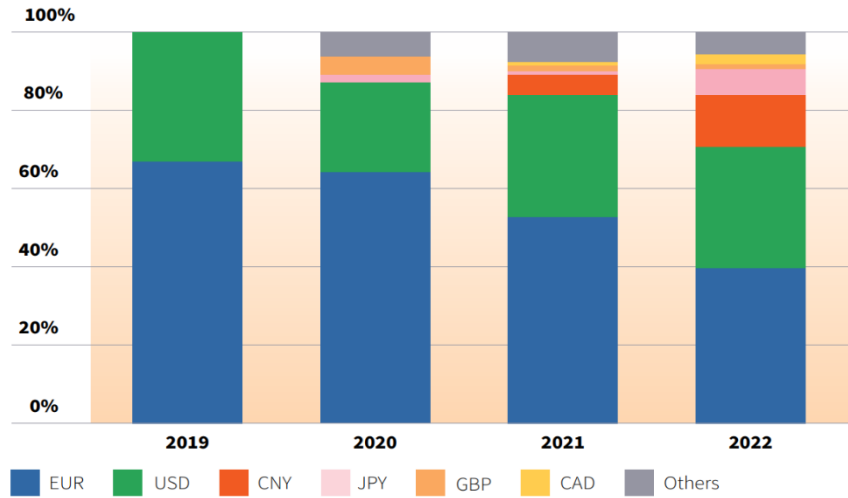
出所：環境省 グリーンファイナンスポータル「サステナビリティ・リンク・ボンド発行データ 市場普及状況（国内・海外）」（https://greenfinanceportal.env.go.jp/bond/slb_issuance_data/market_status.html）、2023年7月5日現在

のSLB発行総額が2021年と比較し、約21.2%減少している。この背景として、昨年はウクライナ情勢に伴うエネルギー価格の高騰や、インフレーションが起これ、その結果、世界的な金利上昇が債券市場に厳しい影響を与え、債券市場全体で、前年より少ない発行量となったことが影響していると考えられる。

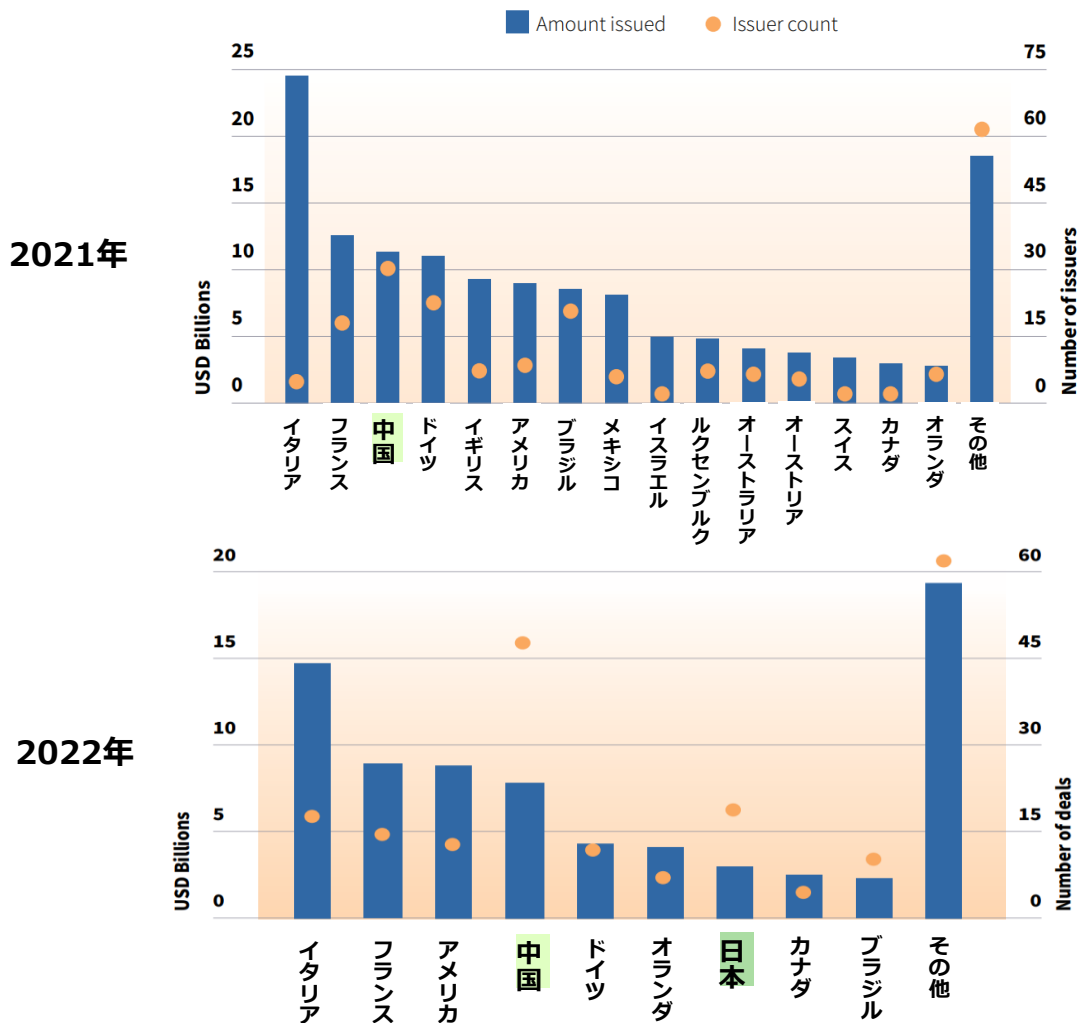
昨年のSLB市場の特徴として、初のソブリン発行体と地方公共団体によるSLBの発行が挙げられる。SLBの発行はほとんど事業会社が占めている中で、ソブリン・地方公共団体による発行は大きな脚光を浴びることとなった。2022年1月にスウェーデンのヘルシンボリ市が、世界初の地方公共団体によるSLBの発行を遂げ（スウェーデンクローナで5億、日本円に換算して約60億円）、その後4月に、滋賀県SLB（50億円）が続いた。またソブリン発行体では、2022年3月にチリ、10月にウルグアイがSLBの起債を行った。

次頁にはクライメート・ボンド・イニシアチブ（CBI）が報告した、通貨別のSLBの発行額の推移（図表1.2.2）、及び2021年・2022年の国別のSLB発行額・件数（図表1.2.3）を示した。図表1.2.2から、2019年のSLBの発行が開始して以降2022年まで、ユーロでの発行が多くを占めていることが分かる。ここでは、ヨーロッパ外の発行体が、ユーロ圏内での投資家層を狙って、ユーロでの発行したケースも含まれている。2021年には中国元、そして2022年に日本円での発行の急速シェアの増加も見られ、SLB発行における通貨の多様化が見られる。図表1.2.3の2021年及び2022年における国別の発行額を見ると、中国は2021年に3番目そして2022年に4番目とアジアの中で最も多い。日本は2022年に発行額が7番目にランクインし、欧米諸国が多く

(図表1.2.2) 通貨別のSLBの発行額の推移



(図表1.2.3) 2021年及び2022年の国別SLB発行額・件数



出所：Climate Bonds Initiative レポート「Sustainable debt global state of the market 2022」
(https://www.climatebonds.net/files/reports/cbi_sotm_2022_03e.pdf) 及び

Climate Bonds Initiative レポート「Sustainable debt global state of the market 2021」
(https://www.climatebonds.net/files/reports/cbi_global_sotm_2021_02h_0.pdf)

発行する中で、アジアSLB発行国としてプレゼンスを高めている。

世界のSLBの発行額の拡大がみられる一方で、債券の構成、特にKPIやSPTsの設定について多く議論される側面も存在する。「マテリアル（重要）」なKPIや「野心的」なSPTsの明確な意義が存在しないため、グリーンウォッシングの余地を作ってしまうとの懸念がある。例として、今日のSLB市場において多くの発行体が、KPI設定において、温室効果ガス排出削減量を選定しているが、情報開示でのScopeの範囲が発行体ごとによって異なり、特にScope3を考慮していない点は、課題として認識されている。特にオイル・ガス産業や、農・食業、金融業界などではScope3によるフットプリントがほとんどであるため、輸送ネットワーク及びサプライチェーンにおける上流および/または下流での脱炭素化の取り組み、投資先の多様化を推進し、SLB目標ではすべてのScopeをカバーすることが重要であると考えられる。

また債券の特性として、現在世界で主流となっている「クーポンステップアップ型」での、クーポンの引き上げ幅についても、欧米を中心に議論が行われている。「クーポンステップアップ型」とは、発行したSLBのSPTsが未達の場合に利率を引き上げる債券の特性の一つである。2019年のエネルのSLBは、未達だった場合25bpの利率の引き上げという形で発行した。それ以降、多くのSLBがこの25bpのクーポンステップアップで発行しており、この発行スタイルがスタンダードとして浸透しつつある。この「25bp」について、一部では、それぞれの発行体の規模や信用力、SPTsの野心性などを反映しておらず、発行体のサステナビリティ戦略の実現を目指すためのインセンティブとして十分に機能されない可能性があるとして、指摘されている。

今後、SLBは更なる発行が続くことが見込まれるとともに、信頼あるKPI・SPTsの選定や、SLBにおける適切なサステナブル・ファイナンスのメカニズム等の、市場整備やルール作りなどの動きがみられると推測される。

(参考) SLBでの債券の特性（債券構造変更スキーム）の例

債券構造変更スキーム	内容
クーポンステップアップ型	発行前に設定したSPTsが未達成だった場合、発行利率に対して一定のクーポンの引き上げを行う仕組み。
クーポンステップダウン型 (リワード型)	発行前に設定したSPTsを達成した場合、発行利率に対して一定のクーポンの引き下げを行う仕組み。
期限前償還型	発行前に設定したSPTsを達成した場合、期限前償還を選択できるコールオプションが付与されている仕組み。
プレミアム支払い型	発行前に設定したSPTsが未達成だった場合、債券の購入金額に応じたプレミアム（金銭）を投資家に支払う仕組み。
カーボンプレジット購入型	発行前に設定したSPTsが未達成だった場合、カーボンプレジット（CO2などの温室効果ガスの排出削減量や吸収量等をクレジットとして発行し、売買可能にしたもの）を購入する仕組み。
寄付型	発行前に設定したSPTsが未達成だった場合、環境保全活動や社会的な課題解決への寄与を目的とする団体などに寄付を行う仕組み。

3. 国内でのSLB市場動向について

続いて、国内のSLB市場について紹介する。

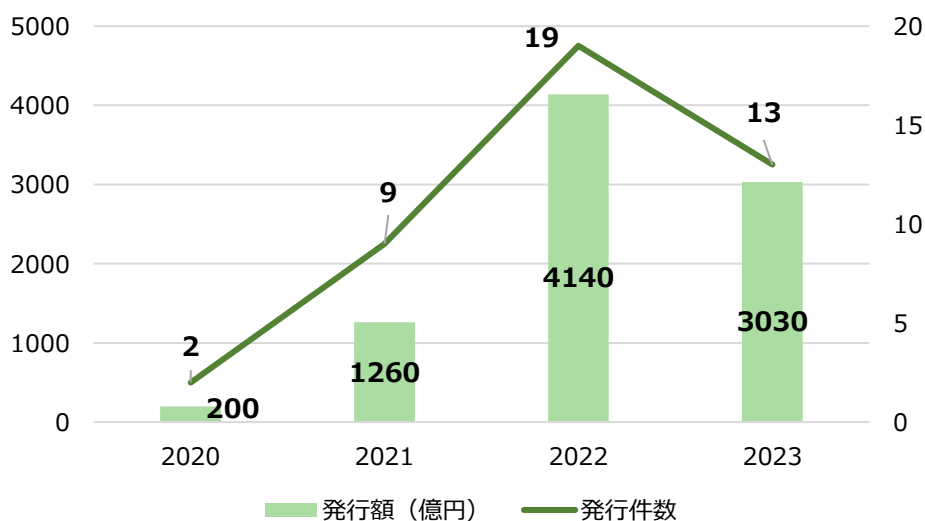
日本では、2020年10月に不動産会社であるヒューリックが日本初のSLBを発行した。以来、発行額・件数ともに拡大している（図表1.3.1参照）。2023年7月7日時点で、30の国内団体がSLBを発行している。次頁図表1.3.2には過去の国内の発行事例の概要を示した。以降は国内のSLB発行事例を参考にしながら、日本のSLBの特徴について探る。

初めに業界である。30の発行体のうち、不動産業が5社、建設業が4社と多い。一方で、電気機器や卸売業、化学、空運業等、幅広い業界が発行していることも見受けられる。また滋賀県による地方公共団体の発行も、世界のトレンドと同様、SLB市場にとって重要な進展であったと考えられる。

次に年限について着目する。国内で発行されたリンク・ボンドのディール43件のうち、40件が10年以内の年限を発行している。5年限が20件、10年限が13件と、比較的、中長期での発行が普及していることが分かる。

最後に「債券の特性（債券構造変更スキーム）」について焦点を当てる。前章にて、国外では「クーポンステップアップ型」が普及していると説明したが、国内においては、「クーポンステップアップ型」での発行は少なく、「寄付型」または「カーボンプレジット購入または寄付型」での発行が主流となっている。日本国内においての「カーボンプレジット購入型」は、排出権やカーボンプレジット（例：Jクレジット、JCMクレジット、ボランタリークレジット）、

（図表1.3.1）国内のSLB発行額・件数推移



出所：各種ベンダー、作成：岡三証券

(図表1.3.2) 国内のSLB発行事例（発行体名前順）

発行体概要		SLB発行実績			
発行体名称	業種	条件決定日	年限	発行額 (億円)	債券の特性（債券構造変更スキーム）
ANAホールディングス	空運業	2021/6/2	5	200	寄付型
ENEOSホールディングス	石油・石炭製品	2022/6/9	20	150	カーボンプレジット購入または寄付型
		2022/6/9	10	850	カーボンプレジット購入または寄付型
GLP投資法人	投資法人	2021/9/16	7	60	クーポンステップダウン（リワード）型
NEC	電気機器	2023/7/5	5	200	カーボンプレジット購入または寄付型
		2023/7/5	10	200	カーボンプレジット購入または寄付型
		2022/7/6	10	300	カーボンプレジット購入または寄付型
		2022/7/6	7	200	カーボンプレジット購入または寄付型
		2022/7/6	5	600	カーボンプレジット購入または寄付型
TDK	電気機器	2021/11/26	7	400	寄付型
アシックス	その他製品	2021/11/26	5	100	カーボンプレジット購入型
味の素	食料品	2023/6/9	10	200	カーボンプレジット購入または寄付型
		2023/6/9	5	100	カーボンプレジット購入または寄付型
イオンモール	不動産業	2022/4/15	5	400	寄付型
		2021/11/19	5	200	寄付型
オカムラ	その他製品	2022/6/9	5	50	寄付型
オリエントコーポレーション	その他金融業	2023/7/7	3	200	寄付型
		2023/2/28	5	100	寄付型
花王	化学	2023/6/9	5	250	クーポンステップアップ型
キッツ	機械	2022/9/7	5	100	カーボンプレジット購入または寄付型
ヒューリック	不動産業	2020/10/9	10	100	クーポンステップアップ型
戸田建設	建設業	2022/5/27	10	100	カーボンプレジット購入または寄付型
荒川化学工業	化学	2021/11/19	5	50	寄付型
高松コンストラクショングループ	建設業	2021/3/12	5	100	プレミアム支払型
三菱地所	不動産業	2023/4/26	10	300	カーボンプレジット購入または寄付型
		2023/4/26	5	300	カーボンプレジット購入または寄付型
		2022/7/15	30	200	カーボンプレジット購入または寄付型
		2022/7/15	10	200	カーボンプレジット購入または寄付型
		2022/7/15	5	200	カーボンプレジット購入または寄付型
資生堂	化学	2022/12/2	5	200	寄付型
滋賀県	地方公共団体等	2022/4/22	10	50	寄付型
鹿島建設	建設業	2023/3/10	5	200	カーボンプレジット購入または寄付型
大林組	建設業	2022/4/21	7	100	寄付型
		2022/4/21	5	200	寄付型
大和ハウスリート投資法人	投資法人	2022/5/12	7	40	クーポンステップアップ型及び クーポンステップダウン（リワード）型
中央日本土地建物グループ	不動産業	2023/2/10	5	180	寄付型
中国電力	電気・ガス業	2023/5/26	10	600	寄付型
長瀬産業	卸売業	2022/6/3	10	100	カーボンプレジット購入型
東急	陸運業	2022/11/30	10	100	寄付型
東急不動産ホールディングス	不動産業	2021/10/5	10	100	寄付型
東洋紡	繊維製品	2023/3/3	5	200	カーボンプレジット購入または寄付型
芙蓉総合リース	その他金融業	2020/12/18	7	100	クーポンステップアップ型
野村総合研究所	情報・通信業	2021/3/19	12	50	期限前償還型及びクーポンステップアップ型

※ 上記の「中国電力」と「ENEOSホールディングス」はトランジション・リンク・ボンド（TLB）として発行し、「GLP投資法人」と「高松コンストラクショングループ」はグリーンボンドとSLBの2つの性質（資金用途がグリーンプロジェクトに限定されており、且つ設定したSPTsの達成状況に応じて、債券が財務または構造的に変化する性質）を持つ債券を発行している。SLBと同様の性質を持つことを理由に、本記事ではSLBとみなし、発行事例の一つとして紹介している。

出所：ESG債情報プラットフォーム（<https://www.jp-x-esg.jp/>）及び各種HP、作成：岡三証券

証書（例：非化石証書、グリーン電力証書）等が存在し、発行体ごとに指定するカーボンの種類は異なるが、本記事では総称して「カーボンの購入」とする。2021年6月にANAホールディングスが「寄付型」、同年11月にアシックスが「カーボンの購入型」、そして2022年5月に戸田建設が「カーボンの購入または寄付型」を発行してトレンドを形成、その流れは続いている。一方で「クーポンステップアップ型」を採用しているのは4社にとどまった。「クーポンステップアップ型」に関しては、世界的な主流ではあるものの、前述（5頁）の通り、国際的に信頼あるスキームや規定されているルールなどが未だ存在しない。国内において、国際的動向も引き続き考慮しつつ、SLB市場での大きな変化（新しいルールやトレンド等）がない場合、今後しばらくは「寄付型」や「カーボンの購入または寄付型」でのSLB発行の流れが続くのではないかと予想される。

（図表1.3.3）債券の特性別 国内SLB発行体数

債券の特性（債券構造変更スキーム）	国内SLB発行体数
寄付型	13
カーボンの購入または寄付型	8
クーポンステップアップ型	3
カーボンの購入型	2
クーポンステップダウン型（リワード型）	1
クーポンステップアップ型及びクーポンステップダウン（リワード）型	1
プレミアム支払型	1
期限前償還型及びクーポンステップアップ型	1

出所：ESG債情報プラットフォーム（<https://www.jp-x-esg.jp/>）及び各種HP、作成：岡三証券

4. 2023年6月のICMAの更新及び今後の展望：ソブリン債の発行増加なるか

SLB市場は、グリーンボンドなどの資金用途限定型と比較し歴史も浅く、今後の市場の発展・拡大が見込まれる。SDGs債発行に関する国際的なガイドラインを作成している国際資本市場協会（ICMA）は、2023年6月に「サステナビリティ・リンク・ボンド原則（SLBP）」を改訂した。今回の主要な更新内容としては、ソブリン発行体向けに適応された文言の挿入や関連ツールの改訂、及びKPIの選定例や推奨をまとめたデータベース内のソブリン向けや社会的課題に関する新規項目の追加が行われた。

今般、SLBPが更新された背景として、2021年11月に世界銀行が公表したレポート「Striking

the Right Note: Key Performance Indicators for Sovereign Sustainability-Linked Bonds (ストライキング・ザ・ライト・ノート：ソブリンSLBのための重要業績評価指標 (KPI))」が影響していると考えられる。本レポートは、当時、ソブリンSLBが発行されていなかったことも踏まえ、ソブリンSLBをデザイン及び評価するためのフレームワーク及びソブリン発行体向けのKPIの推奨リストを紹介している。本レポートで世界銀行は「世界中の政府は、前例のない債務水準、気候変動、自然の損失という3つの危機に対処するための革新的な金融商品を探している。また多くの発展途上国には、気候ショックや自然損失を回避するための必要な資金を動員するための財政的余裕がない中で、ソブリンSLBは、持続可能なソブリン融資を国の気候や環境への取り組みと結びつける可能性がある。」と言及している。100兆ドル規模の世界の債券市場の約40%を占めるソブリン債は、多くの機関投資家のポートフォリオの中で最大の資産クラスであり、「新興市場および発展途上国に資本を流すための重要な手段の1つである」と、SLBを国・地域レベルにて発行する重要性について訴えている。

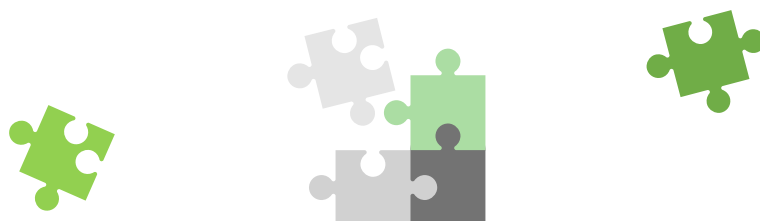
その後、2022年にチリそしてウルグアイの2カ国がSLBを発行。ICMAも世界銀行と同様に、特に国レベルにおいての、温室効果ガス排出量のトラッキングや、削減目標に沿ったファイナンスを実行していくことが重要と認識しており、今回のSLBPの改訂はソブリン発行体によるSLB発行の増加及び市場の拡大を目指していることが分かる。

5. まとめ

本記事では、国内外のSLB市場の動向について紹介した。SLB市場は国内外ともに拡大しており、昨年はソブリン・地方公共団体による発行が注目を浴びた。しかし、地域ごとの特性や業界ごとの違い、パリ協定の1.5度目標のパスウェイに沿った、信頼あるSPTsの設定や債券の特性（債券構造変更スキーム）等の設定に関して、今後も議論・市場の整備が続くことが予想される。

国内では、今年度に入りすでに6団体（発行額合計2350億円）が発行を終え、7月中旬以降に西松建設、9月以降に2度目の発行となる滋賀県がSLBの起債を予定しており、今年も発行額・件数ともに増加することが見込まれる。

ICMAの更新を踏まえた、今後のソブリン・地方公共団体等によるSLBの発行及びレポーティングにも注目していきたい。



SDGs/ESG ニュース

■ 政府、GX経済移行債をトランジションボンドとする方針を公表

6月27日、日本政府は第6回GX（グリーン・トランスフォーメーション）実行会議を開催し、国内のGX実現に向けて議論が行われた。会議の中で岸田総理は「広島サミットでの合意も踏まえ、我が国のGX経済移行債に対して国際認証を得る準備が進んでいます。世界に例のないトランジション・ボンドを政府が発行し、民間のトランジション・ファイナンスにつなげる。2050年までに40兆ドルの脱炭素投資の資金需要があるといわれるアジアでの、トランジション投資に貢献していきます。」と表明した。

■ ISSB、サステナビリティ情報開示基準を公表

6月26日、国際サステナビリティ基準審議会（ISSB）は、サステナビリティに関する情報開示の最初のグローバルな基準となる、「サステナビリティ関連財務情報の開示に関する全般的な要求事項（IFRS S1）」、及び「気候関連開示事項（IFRS S2）」の2つを公表した。本基準は、2024年1月1日以降に開始される年次報告期間から適応される。日本においては2024年度中に日本版の確定基準が公表され、その後開始する事業年度から早期適用が可能となる予定。

■ ICMA、SDGs債に関わる原則等を更新

6月22日、国際資本市場協会（ICMA）はSDGs債に関わる原則等、資料の更新を公表した。今回の主要な更新としては、クライメート・トランジション・ファイナンス・ハンドブック（CTFH）とサステナビリティ・リンク・ボンド原則（SLBP）の2つである。

CTFHにおいては、気候をテーマとしたグリーンボンド、サステナビリティボンド、およびSLBに関する専用の推奨事項についての付属表や、トランジションにおいての重要項目をまとめたインフォグラフィックス、そして広範な市場や業界ごとのガイダンス等が追加された。SLBPについては、ソブリン発行体に適した文言の追加や関連ツールの改訂、ソブリン向け及び社会的側面を考慮したKPIの選定項目に関する情報が追加された。

また、その他にも、省エネルギーと再生可能エネルギーに関するインパクト・レポーティング手法についての推奨事項なども更新された。

■ 金融庁、「サステナブルファイナンス有識者会議第三次報告書」を公表

6月30日、金融庁は「金融庁サステナブルファイナンス有識者会議第三次報告書（以下、報告書）」を公表した。報告書は、令和3年6月に第一次報告書「サステナブルファイナンス有識者会議報告書 持続可能な社会を支える金融システムの構築」でとりまとめた施策の進捗状況、今後の課題及び施策の方向性を改めて評価したものである。

文書内では、（1）企業開示の充実、（2）市場機能の発揮、（3）金融機関の投融資先支援とリスク管理、（4）その他の横断的課題、の4つの柱について提言をまとめた。加えて、アンケート調査の結果も公表され、回答した金融機関の約半数でサステナブルファイナンスに携わる人材の不足を指摘。短期的な人材確保を急務とするとともに、今後の方向性として、長期的な観点からも業界内にとどまらず、金融庁、事業会社、大学など官民連携の人材育成を図っていく重要性を掲げた。

< ご注意事項 >

○本資料に記載の商品等へのご投資には、各商品等に所定の手数料等（株式（株式（株式・ETF・J-REITなど）の売買取引の場合は約定代金（単価×数量）に対し、最大1.265%（税込み）（手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750円（税込み））の売買手数料、国内株式を募集等により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。外国株式の海外委託取引には、約定代金に対し、最大1.375%（税込み）の売買手数料をいただきます。外国株式の国内店頭（仕切り）取引では、お客さまの購入および売却の単価を当社が提示します。この場合、約定代金に対し、別途の手数料および諸費用はかかりません。債券を募集・売出し等により、または当社との相対取引により購入する場合は購入対価のみをお支払いいただきます。投資信託の場合は銘柄ごとに設定された販売手数料および信託報酬等の諸経費、等）をご負担いただきます。ただし、株式累積投資は一律1.265%（税込み）の売買手数料となります。

2037年12月までの間、復興特別所得税として、源泉徴収に係る所得税額に対して2.1%の付加税が課税されます。

※外国証券の外国取引にあたっては、外国金融商品市場等における売買手数料および公租公課その他の賦課金が発生します（外国取引に係る現地諸費用の額は、その時々々の市場状況、現地情勢等に応じて決定されますので、その合計金額等をあらかじめ記載することはできません）。外国株式を募集等により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。

なお、各有価証券等は、株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による評価額の変動によって損失が生じるおそれがあります。また、有価証券等は、発行体やその他の者の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等により、評価額が変動することによって損失が発生するおそれがあります。債券については元本や利子の支払いの停滞もしくは支払い不能の発生または特約による元本の削減等のおそれがあります。金融機関が発行する債券は、信用状況の悪化により本拠所在地国の破綻処理制度が適用され、債権順位に従って元本や利子の削減や株式への転換等が行われる可能性があります。ただし、適用される制度は発行体の本拠所在地国により異なり、また今後変更される可能性があります。外国証券については、為替相場の変動によって、売却後に円換算した場合の額が下落することによって損失が生じるおそれがあります。

商品毎の手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面や目論見書または上場有価証券等書面を十分にお読みください。

本資料は岡三証券が信頼できると判断した情報に基づいて作成されたものですがその情報の正確性、完全性を保証するものではありません。また、資料中の記載内容、数値、図表等は、本資料作成時点のものであり、事前の連絡なしに変更される場合があります。なお、本資料に記載されたいかなる内容も将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。投資に関する最終決定は投資家ご自身の判断と責任でなされるようお願いいたします。

（2023年1月改訂）

商号等：岡三証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第53号

加入協会：日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、

一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会、

一般社団法人日本暗号資産取引業協会