

(はじめに)

本年4月16日に日本リートファンド投資法人よりJ-REITとしては初となるグリーンボンドを発行する旨の発表がなされた¹。ESG投資(p2参照)に対する機関投資家等の関心の高まりを受けたものと考えられ、今後他の不動産投資法人や不動産会社へと広がる可能性が高い。そこで、以下ではグリーンボンドに関して、特に不動産投資との関わりに重点を置いて概観してみる。

(グリーンボンドとは)

グリーンボンドとは、企業や地方自治体が、国内外のグリーンプロジェクトに要する資金を調達するために発行する債券である²。

グリーンボンドについては、その発行に関する自主的ガイドラインとして、グリーンボンド原則(GBP=Green Bond Principles)が定められている³。このGBPは、次の4つの核となる要素から構成されている。

①**調達資金の用途**～調達資金がグリーンプロジェクトのために使われること。このことは証券に係る法的書類に適切に記載されるべきであり、用途先となるすべてのグリーンプロジェクトは明確な環境面での便益を有すべきであり、その効果は発行体によって評価され、可能な場合には定量的に示されるべきである。グリーンプロジェクトの主な事業区分としては、再生可能エネルギー、エネルギー効率、汚染防止及び管理、陸上・水生生物の多様性の保全、クリーン輸送、気候変動への対応、地域・国・国際的に認知された認証等を受けたグリーンビルディングなどが挙げられている。

②**プロジェクトの評価と選定のプロセス**～グリーンボンドの発行体は、i)環境面での持続可能性に係る目標 ii)発行体が、対象プロジェクトが適格なグリーンプロジェクトの事業区分に含まれると判断するプロセス iii)適格性についてのクライテリア(判定基準)について投資家に対して明確に伝えるべきである。

また、発行体はプロジェクト選定にあたり参照する環境的基準・認証についても情報開示することが奨励される。

③**調達資金の管理**～調達済み資金は、別勘定での管理、別途のポートフォリオへの組み入れその他適切な方法により継続管理すべきであり、発行体の正式な内部手続の中で証明されるべきである。また、調達済み資金の管理は第三者機関の活用により保管されることが望ましい。

④**レポート**～発行体は、調達資金の用途に係る最新の情報を作成し、保存すべきであり、この中には、各プロジェクトのリスト、概要、充当額及び期待される効果が含まれるべきである。

なお、発行体は、発行するグリーンボンドがGBPの主要な要素に適合していることを確認するために、外部機関による評価を活用することが推奨される。

¹「グリーンボンド発行に向けた訂正発行登録書の提出に関するお知らせ」(2018年4月16日付け日本リートファンド投資法人プレスリリース資料)

²「グリーンボンドガイドライン 2017年版」(環境省)(以下「環境省ガイドライン」という。)p4

³「グリーンボンド原則 2017 グリーンボンド発行に関する自主的ガイドライン」(2017年6月 国際資本市場協会(ICMA))(以下「2017ガイドライン」という。)。なお、本稿でのGBPに関する記述はかなり簡略化しているので、詳細は本ガイドラインを参照されたい。

以上 4 つの要素の全てに対応した債券は、国際的にもグリーンボンドとして認められ得ると考えられる。ただし、グリーンボンドに関する市場が成熟していないわが国の現状にかんがみれば、環境改善効果の評価やその評価結果の投資家へのレポートが十分でなくとも、調達資金が環境改善効果のある事業に確実に充当されるのであれば、グリーンボンドの国内でのさらなる普及という面で有効であるとされている⁴。

(グリーンボンド発行の背景)

2006 年国際連合事務総長より金融業界に向けて責任投資原則 (PRI=Principles for Responsible Investment) が提唱された。この PRI は国連環境計画・金融イニシアチブ (UNEP FI) と国連グローバルコンパクト (UNGC) により推進され、50 か国超から 1400 以上の機関が署名するに至っている⁵。この PRI の肝となっているのが、投資における環境 (Environment)、社会 (Society)、企業ガバナンス (Governance) 課題の組み入れである。この ESG 課題への配慮は、金融や投資において世界的潮流となっており、2011 年 10 月に国内で採択された 21 世紀金融行動原則やこれに基づく業務別ガイドラインでも取り上げられている⁶。

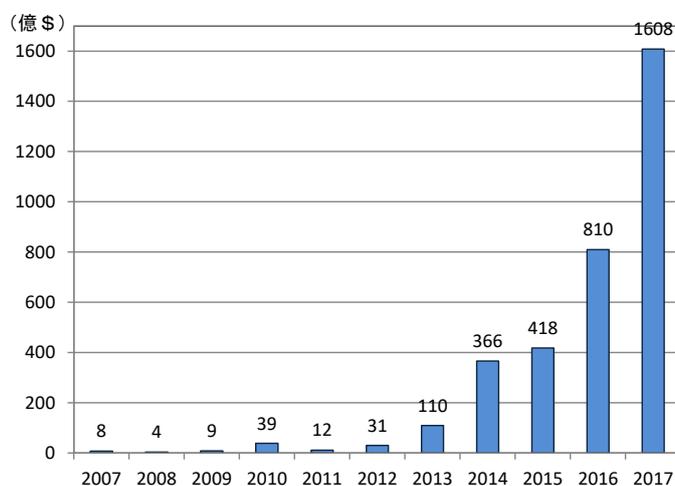
不動産投資の世界でも、UNEP FI において、PRI を不動産投資に適用する考え方として、責任不動産投資 (RPI=Responsible Property Investment) が推進されている。この RPI は、「不動産に関する投資家の判断に環境、社会及びガバナンス (ESG) の項目を取り込むこと」とされている⁷。国土交通省においても、ESG 不動産投資の基盤整備の推進を掲げており⁸、その一環として ESG 投資の普及促進に向けた認証制度のあり方について提言をまとめている⁹。

以上のように ESG 課題に配慮した投資は、その機運が世界的に盛り上がっている状況にある。グリーンボンドは、機関投資家による ESG 課題への配慮に関するコミットメントに明確に合致し、かつ、安定的なキャッシュフローをもたらす投資対象であることから¹⁰、発行の動きが顕在化してきたものと考えられる。

(グリーンボンドの概況)

グリーンボンドの年間発行額は、ここ数年急激に増加してきている (図 1)。2018 年の発行額は、2500 億ドルに達する見込みとされている¹¹。国別の発行額では、2017 年の発行額、累計発行額のいずれでも米国が最も多く、中国、フランスがこれに続いている (図 2)。日本は発行額上位 10 か国に入っておらず、国際的にはグリーンボ

図 1. グリーンボンドの年間発行額の推移



資料：Climate Bonds Initiative HP、環境省ガイドライン

⁴ 環境省ガイドライン p3

⁵ 「責任投資原則 2016」(UNEP FI・国連グローバルコンパクト)p4

⁶ 「持続可能な社会の形成に向けた金融行動原則 (21 世紀金融行動原則)」(2011 年 10 月 環境金融行動原則起草委員会 (事務局:環境省)) 前文、「運用・証券・投資銀行業務ガイドライン」1・3

⁷ 「責任不動産投資」(2012 年 UNEP FI 不動産ワーキンググループ) イントロダクション

⁸ 「不動産投資市場の成長に向けたアクションプラン」(平成 29 年 6 月 国土交通省土地・建設産業局)p6

⁹ 「ESG 投資の普及促進に向けた勉強会 最終とりまとめ」(平成 30 年 3 月)

¹⁰ 環境省ガイドライン p9

¹¹ Climate Bonds Initiative HP (<https://www.climatebonds.net/>)

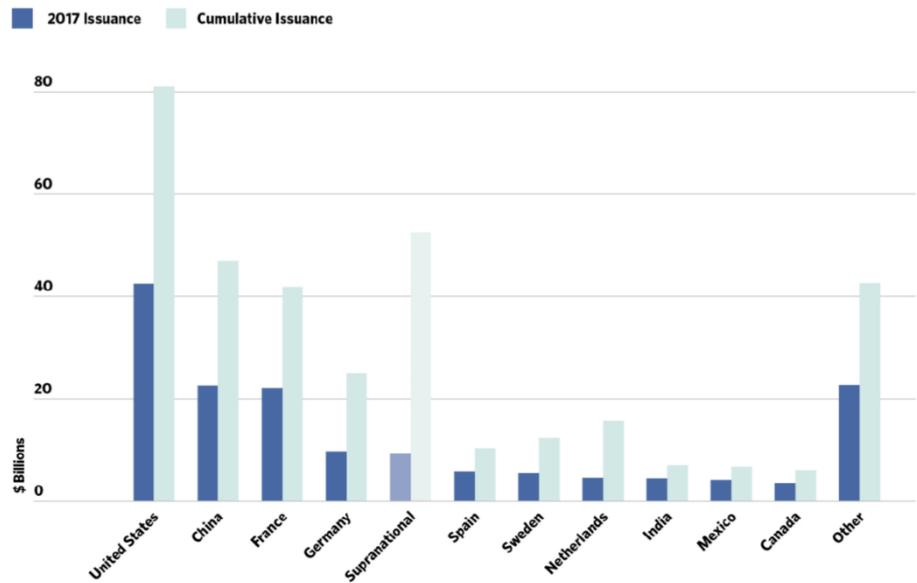
ンドの普及が遅れているといえる。

グリーンボンドの発行体は、当初は世界銀行のような国際開発金融機関が中心であったが、最近では民間企業、民間金融機関、地方公共団体による発行が増え、民間による発行が過半を占めている。2017 年は、国や国策企業による発行や資産担保証券 (ABS) としての発行が急増しており、発行体に官民両極化の傾向がみられる (図 3)。

調達資金の充当対象は、再生可能エネルギーが最も多くなっているものの、不動産投資との関わり合いが深い低炭素建築物・省エネルギー¹²の割合がかなり増えてきている (図 4)。

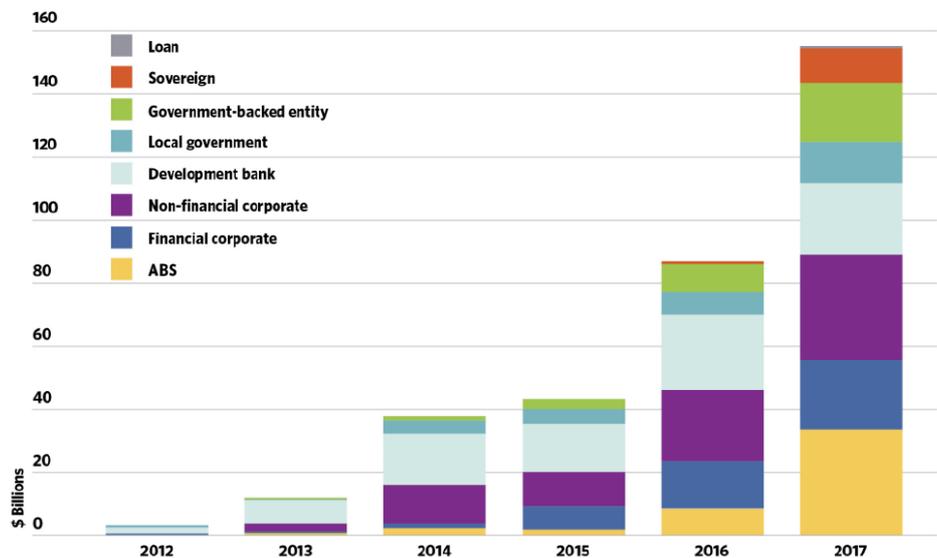
国内の発行体としては、2014 年に日本政策投資銀行が 2.5 億米ドルのグリーンボンドを発行したのが初となる¹³。2015 年には (株) 三井住友銀行が 5 億米ドル、メガソーラープロジェクトボンド信託¹⁴が約 15 億円を発行、2016 年には同信託が約 98 億円、(株) 野村総合研究所が 100 億円、(株) 三菱 UFJ フィナンシャル・グループが 5 億米ドルを発行している。

図 2. 国別のグリーンボンド発行額 (2017 年・累計)



資料 : Climate Bonds Initiative “Green Bonds Highlights 2017”

図 3. 発行体別のグリーンボンド発行額



資料 : Climate Bonds Initiative “Green Bonds Highlights 2017”

¹² 後述するようにここでの低炭素建築物・省エネルギーに係る明確な基準はないが、環境省ガイドラインでは、「ネット・ゼロ・エネルギー・ハウス (ZEH)、ネット・ゼロ・エネルギー・ビル (ZEB) その他省エネ性能の高い建築物の新築に関する事業」、「事務所、工場、住宅等について、LEED、CASBEE、BELS 等の環境認証制度において高い省エネ性能を示す環境認証を取得すべく、省エネ改修を行う事業」、「事務所、工場、住宅等に省エネ性能の高い機器や設備を導入する事業」が例示されている。

¹³ なお、日本政策投資銀行は、2015 年以降もグリーンプロジェクト以外への投資も含むサステナビリティボンドを発行している。また、国際協力機構 (JICA) は、環境問題に加え社会課題の解決を目的とした債券であるソーシャルボンドを継続的に発行している。

¹⁴ アレンジャーは、ゴールドマン・サックス証券であった。

さらに、2017年10月には、東京都が150億円、(株)みずほフィナンシャル・グループが5億ユーロ、(株)三井住友フィナンシャル・グループが5億ユーロ、11月には鉄道建設・運輸施設整備支援機構(鉄道・運輸機構)が200億円、12月には国内事業会社としては初めて戸田建設(株)が100億円のグリーンボンドを発行した。

また、2018年2月には鉄道・運輸機構が245

億円のグリーンボンドを発行している。今年度は、冒頭に触れたように日本リテールファンド投資法人が上限額1429億円でグリーンボンドを発行予定のほか、日本郵船(株)が100億円、東京都が200億円程度のグリーンボンドを発行予定である¹⁵。

(不動産投資に係るグリーンボンド発行スキーム)

次に、グリーンプロジェクトに該当する不動産投資に要する資金を調達等するためにグリーンボンドを発行する場合に関して、3つのスキームについて触れてみる¹⁶。

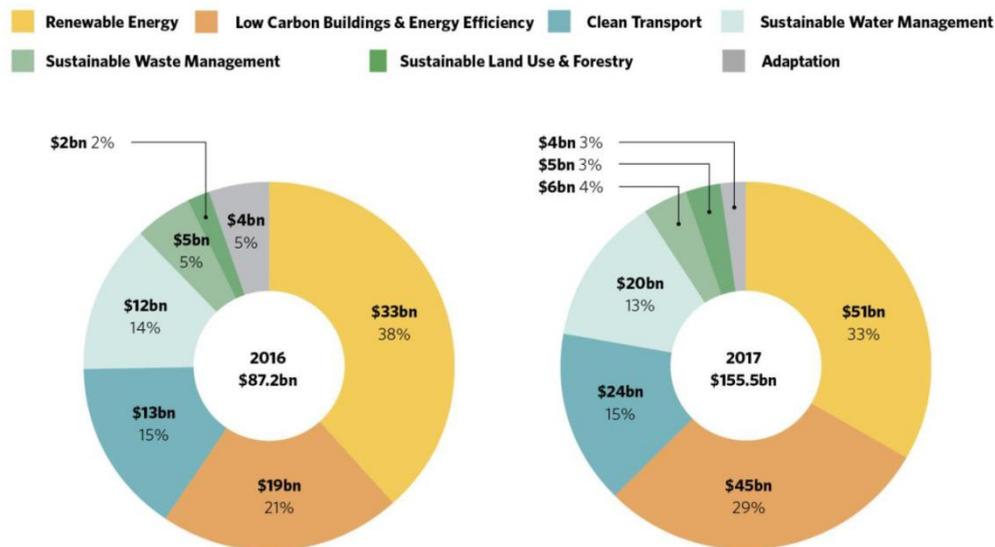
① 標準的グリーンボンド

不動産会社等がグリーンプロジェクトに要する資金を調達するために、通常の社債と同様の手続でグリーンボンドを発行する。グリーンプロジェクトに要する資金に充当するという目的があることを除けば、通常の社債と同じである。したがって、グリーンボンドの償還は、特定の財源によることなく、発行体である不動産会社等のキャッシュフロー全体を原資とする。仮に当該グリーンプロジェクトにより損失が生じる事態に至ったとしても、グリーンボンドの購入者が損失を被ることは、(会社自体が債務超過に陥った場合でない限り)想定されない。

② グリーンプロジェクト債

グリーンプロジェクトに要する資金を直接調達するため、機関投資家向けに発行する債券であり、償還は当該グリーンプロジェクトが生み出すキャッシュフローを原資とする。グリーンプロジェクトを手掛ける不動産会社等が当該プロジェクトの実施主体としてSPV(Special Purpose Vehicle)を設立し、SPVが機関投資家に対してグリーンプロジェクト債を発行してグリーンプロジェクトに要する資金を調達する。償還資金は当該グリーンプロジェクトが

図4. グリーンボンドの調達資金の充当対象別発行実績



資料: Climate Bonds Initiative "Green Bonds Highlights 2017"

¹⁵ ここでの記載は、「世界・日本のグリーンボンド概況」(平成28年10月 環境省)及び各発行体のプレスリリース資料による。

¹⁶ ここで挙げたスキームは、不動産投資に限定されるものではなく、グリーンボンドの種類として挙げられているものである(2017ガイドライン p8・環境省ガイドライン p5)。なお、これらのスキーム以外にグリーンレベニュー債も挙げられているが、主に地方公共団体等公的主体による活用が想定される手法のため、ここでの記載内容からは除外した。

生み出すキャッシュフローに限られることから、通常はリスクが大きくなり、その分投資家は高利回りを期待できることになる。例えば、不動産会社の保有地上に SPV がグリーンプロジェクト債により調達した資金で太陽光発電施設を整備し、そこでの売電利益をグリーンプロジェクト債の償還資金に充てるといった例が想定される。

③ グリーン証券化債

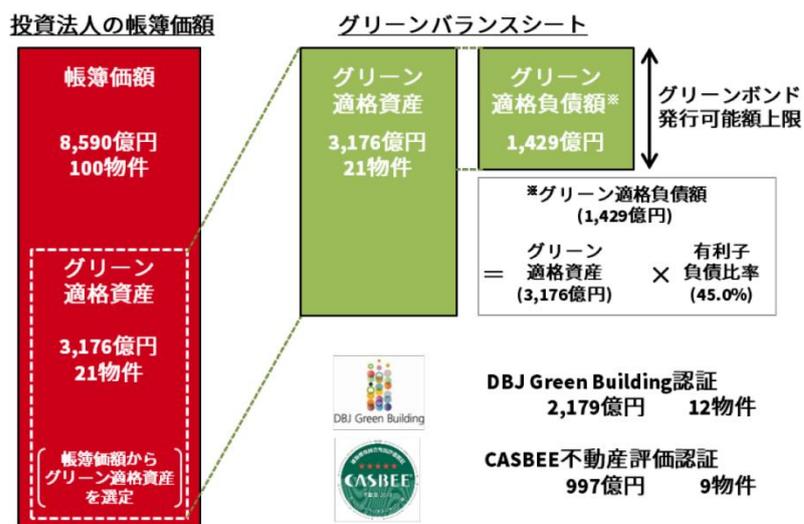
グリーンプロジェクトに係る融資債権等を担保にして発行する債券 (ABS) であり、償還は当該融資債権等からのキャッシュフローを原資とする。例えば、複数の省エネ住宅向けの住宅ローン債権を束ねて SPV に売却し、SPV がこれを小口化して RMBS として機関投資家に売却し、住宅ローン返済資金により償還を行う、あるいは省エネオフィスビル向けのノンリコースローンを SPV に売却し、SPV が CMBS として機関投資家に売却し、テナントからの賃料収入により償還を行うといった例が想定される¹⁷。

これらのうち、②③は不動産会社等が自ら発行体となる訳ではなく、特に③はローン債権等を有する金融機関等がオリジネーターとなることになる。ただ、実際に不動産会社等がグリーンプロジェクトを立ち上げるに際しては、グリーンボンド発行に係るスキームまで設計しておく必要がある場合も多く、②③では不動産会社等が SPV のエクイティを引き受けるケースも想定されるため、不動産会社等としても十分な準備が求められるであろう。

(日本リテールファンド投資法人のグリーンボンドの仕組み)

次に、不動産投資に関連したグリーンボンドの例として、日本リテールファンド投資法人により発行予定のグリーンボンドについて取り上げる。このグリーンボンドの仕組みは、次のとおりである¹⁸。

- 発行対象資産: 本投資法人の資産運用会社(三菱商事・ユービーエス・リアルティ(株))の サステナビリティ・コミッティーにおいて選定・評価された適格クライテリア (DBJ Green Building 認証又は CASBEE 不動産評価認証に係る所定の基準) を満たす新規及び既存の特定資産 (以下、「グリーン適格資産」という。)
- グリーン適格資産の額: 2018 年 2 月末日時点の既存のグリーン適格資産の合計は 21 物件、帳簿価額で 3,176 億円
- 発行額上限: グリーン適格資産の帳簿価額の合計に、有利子負債比率 (2018 年 2 月末日時点においては 45.0%) を乗じて算出された負債額 (以下、「グリーン適格負債額」という。)
- 調達資金の使途: 既存・新規のグリーン適格資産の取得資金、グリーン適格資産の取得に要した借入金の借換資金又は既に発行したグリーン適格資産の取得に要した投資法人債 (グリーンボンドを含む) の償還資金に充当
- レポート: ウェブサイト上に、各年の 2 月末日時点における、グリーン適格資産の帳簿価額の総額、グリーン適格負債額及び本発行残高、グリーン適格資産の物件数、グリーン適格資産の延床面積の総計及びグリーン適格資産に関する定量的指標 (電力消費量・燃料消費量・水使用量・CO2 排出量) を開示
- 外部機関の評価
 - グリーンボンドの適格性～ESG 評価会社であるサステナリティクスよりセカンド・オピニオンを取得。
 - グリーンボンド・アセスメント～株式会社格付投資情報センター (R&I) による



¹⁷ ABS ではなくカバードボンド (担保付き債券) を用いることも想定されている (2017 ガイドライン p8)。ABS は融資等を行った金融機関等ではオフバランス化されるが、カバードボンドにおいては金融機関等の融資債権はバランスシートの資産の部に残り、発行した債券は負債の部に残る。SPV による保証により資産の裏付けを受けることになる。

¹⁸ p1 脚注 1 のプレスリリース資料による。

「R&I グリーンボンドアセスメント」の最上位評価である「GA1」の予備評価を取得

今回の日本リテールファンド投資法人によるグリーンボンドの発行は、今のところ既に開始されているグリーンプロジェクトのリファイナンスに充当するものであり、既存のグリーンプロジェクトの維持という効果を有する¹⁹。発行スキームとしては通常の投資法人債と異なるところはなく、前章の①の類型に該当するものである。

(グリーンボンドのメリットと課題)²⁰

①発行体としてのメリット

発行体のメリットとしてまず挙げられるのが、投資家層の多様化である。地球温暖化等環境問題の解決に資する投資対象を高く評価する投資家等新たな投資家が参加する可能性がある。そのような投資家は、債券を満期まで保有する可能性が高く、安定した保有者となり得る。

もちろん、グリーンボンドの発行自体が、発行体がグリーンプロジェクト推進に積極的であることをアピールことができ、社会的な支持の獲得につながる可能性もある。

また、新興企業等金融機関との関係が十分構築できていない企業等であっても、グリーンプロジェクトに関する評価に精通した投資家等から、比較的好条件で資金を調達できる可能性もある。

②投資家としてのメリット

機関投資家の中には、一定規模の ESG 投資を行うことを表明している機関も少なくない²¹。このような機関投資家にとっては、通常の債券と同様の投資を通じて、収益性を保ちつつ、ESG 投資の需要を満たすことができる。

また、グリーンプロジェクトへ積極的に資金を共有して支援していることをアピールでき、それにより社会的支持の獲得につながる可能性がある。

さらに、今後世界が温室効果ガスの長期大幅削減に取り組む中で発生が予想されている社会・経済の移行リスクをヘッジする手段にもなり得る。

③グリーンボンドのデメリット・課題

発行体にとっては、通常の債券に比べて様々な追加的コストが生じる。すなわち、調達資金の分別管理、資金用途等に関するレポーティング等のコストが生じるほか、外部評価のための手数料も必要となる。

また、グリーンボンドの統一的な定義・基準が欠如しており、中にはその「グリーン性」に疑義が生じるものも存する²²。調達資金が実際にグリーンプロジェクトに充当され、環境改善効果を挙げているかどうかをチェックして担保する枠組みも十分確立されていないといわれる。例えば、グリーンに関する約束を破る事態が生じた場合、投資家が発行体に対して法的にその約束の履行を求めることができるかは定かでない。

(むすび)

いくつかの課題があるものの、今後ともグリーンボンドの発行が増加していくことは世界的な流れであろう。不動産投資の世界においても、環境や社会への貢献という面においても、効果的な資金調達という面においてもグリーンボンドに注目せざるを得ない。グリーンボンド市場への不動産セクターによる更なる参入に期待したい。

(齋藤 哲郎)

¹⁹ 既存のグリーンプロジェクトのリファイナンスであっても、グリーンボンドに該当する点については、環境省ガイドライン p18～。

²⁰ 本章の記述は、環境省ガイドライン p8～ 及び 高田英樹「グリーン・ファイナンスの最前線(第2回)」(ファイナンス2017. 9) p40～をベースにしている。

²¹ 例えば、年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)は、2015年にPRIに署名し、全ての資産でESGの要素を考慮した投資を進めていくことを表明している。

²² 例えば、石炭火力発電所の効率化は中国人民銀行の基準ではグリーンボンドの対象であるが、これに否定的な関係者も多い。