

## グリーンローン原則の制定と今後の展開

江夏 あかね、富永 健司

### ■ 要 約 ■

1. 英国のローン・マーケット・アソシエーション（LMA）及びアジア太平洋地域のアジア・パシフィック・ローン・マーケット・アソシエーション（APLMA）は 2018 年 3 月 21 日、「グリーンローン原則」（GLP）を発表した。
2. GLP は、国際資本市場協会（ICMA）による GBP を参考にしつつ策定された自主的ガイドラインであり、ローン案件ごとにグリーン性を評価するものとなる。全体的に GBP がベースとなっており、適格グリーンプロジェクトや 4 つの核となる要素は、GBP と同じ項目が挙げられているほか、GBP と同様に、4 項目とは別に、外部評価についても説明が行われている。
3. 環境関連分野の金融市場では、グリーンボンドの発行額の伸びが際立ってきたが、グリーンローンにおいても国際的に準拠可能な原則として GLP が制定されたことを契機に、融資額が増加する可能性が生じている。
4. グリーンローンとグリーンボンドには、金融商品として異なる特長がある。資金調達主体は、今後についても、調達需要や市場環境等を踏まえて使い勝手がより良い手法で資金調達を行うとみられる。GBP がベースとなって GLP が策定されたことにより、資金調達主体、資金の出し手にとって、両商品をほぼ同じベースで比較することが可能になることから、環境関連分野の金融市場におけるシームレス化が進み、市場全体の活性化につながることもあり得る。

### I. グリーンローンにおける原則の制定

環境関連分野の金融商品の 1 つであるグリーンローンをめぐって、新たな展開が見られる。英国のローン・マーケット・アソシエーション（LMA）及びアジア太平洋地域のアジア・パシフィック・ローン・マーケット・アソシエーション（APLMA）は 2018 年 3 月 21 日、「グリーンローン原則」（GLP）を発表した。

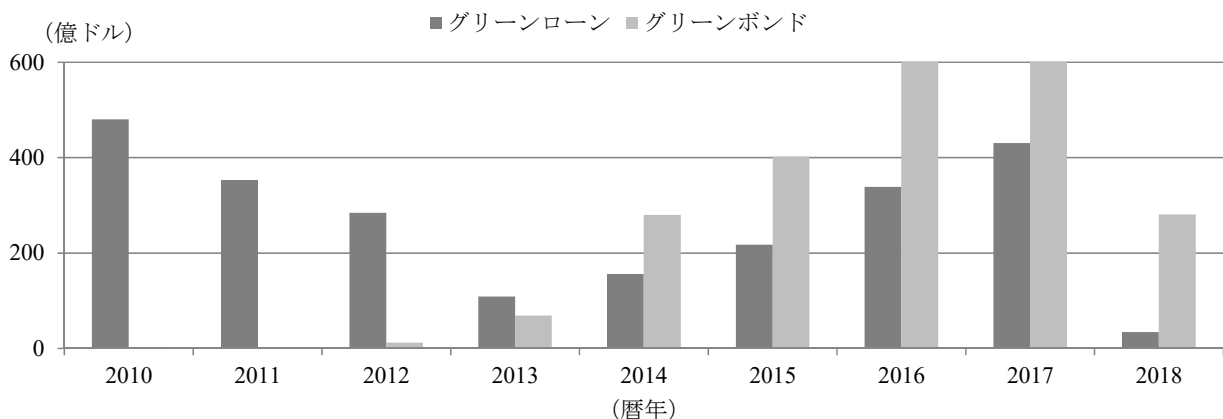
環境関連分野の金融商品の中では近年、国際資本市場協会（ICMA）によるグリーンボンド原則（GBP）等の存在もあり、グリーンボンドの発行が世界的に伸びている（図表 1

参照)。一方、ローンについても、グリーンボンド同様に 2014 年頃から融資額が増加している。

ローンに関する原則・ガイドライン等については、後述のとおり、複数の金融機関が採択している「エクエーター原則」(赤道原則)がある。また、英国のグリーンボンドの認定・普及促進機関である気候ボンド・イニシアチブ(CBI)が 2017 年 1 月に公表した気候ボンド基準(CBS)第 2.1 版においては、認証対象とする負債性資本調達手段の中にローンも含まれることとなった。

ただ、ここ数年においては、ICMA の GBP と対を成すようなローンの分野に焦点を当てた国際基準を求める声も上がっており、APLMA が 2016 年 6 月にワーキンググループを創設、その後、LMA や ICMA 等が 2017 年にグローバル・グリーン・ファイナンス・カウンシル(GGFC)を設立し、原則制定に向けた検討を重ねた結果、今般の LMA と APLMA による GLP の取りまとめに至った。

図表 1 グリーンローンの融資額及びグリーンボンドの発行額推移



(注) 融資額及び発行額(2018年3月末時点)は、ブルームバーグによるグリーンローン及びグリーンボンドの判定基準に基づく。グリーンボンドには、証券化商品と米国地方債は含まない。ドル換算ベース。

(出所) ブルームバーグ、より野村資本市場研究所作成

## Ⅱ. グリーンローン原則 (GLP) のポイント

### 1. GLP の位置付け

GLP は、グリーンローン市場に対して一貫した評価プロセス手法を提供すべく、適切な市場基準やガイドラインを創り、グリーンローン市場の秩序を確保することを目指している。また、GLP は、ICMA による GBP を参考にしつつ策定された自主的ガイドラインであり、ローン案件ごとにグリーン性を評価するものとなる。

### 2. グリーンローンの定義、GLP の構成及び GBP との比較

GLP では、グリーンローンの定義を、「調達資金の全てが、新規又は既存の適格なグリ

ーンプロジェクトの一部又は全部の初期投資又はリファイナンスのみに充当され、かつ、GLPの4つの核となる要素（調達資金の使途、プロジェクトの評価と選定のプロセス、調達資金の管理、レポートニング）に適合しているローン」としている。

GLPの構成は、全体的にGBPがベースとなっており、適格グリーンプロジェクトや4つの核となる要素は、GBPと同じ項目が挙げられているほか、GBPと同様に、4項目とは別に、外部評価についても説明が行われている（図表2参照）。

GLPとGBPが最も異なる点は、グリーントランシェの扱いである。ローンファシリティの全体がグリーンプロジェクトを融資対象としているわけではない場合でも、グリーンプロジェクトを融資対象としている部分をグリーントランシェとして明確に指定するなど、GLPの4項目を満たせば、そのトランシェ部分についてはグリーンローンとされる。GBPでは、このような部分適用は認められていない。

図表2 グリーンローン原則の概要

グリーンローン原則が定める4項目及び外部評価	
調達資金の使途	<ul style="list-style-type: none"> <li>借入資金の使途であるローンプロジェクト及びその利用状況は、財務書類に記載されるべき。なお、借入資金使途先となる全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、その効果は借り手によって評価され、可能な場合は、定量的に示されるべき</li> <li>グリーンローンは、ローンファシリティのうち、1つ若しくは複数のトランシェで構成されることがある。その場合、借り手はグリーントランシェを明確に指定し、当該トランシェについて適切な方法で別勘定にて管理すべき</li> </ul>
プロジェクトの評価及び選定のプロセス	<ul style="list-style-type: none"> <li>借り手は、プロジェクトの評価及び選定について、               <ol style="list-style-type: none"> <li>環境面での持続可能性に係る目標、</li> <li>借り手が、対象となる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、</li> <li>適格性についてのクライテリア、を貸し手に明確に伝えるべき</li> </ol> </li> </ul>
調達資金の管理	<ul style="list-style-type: none"> <li>グリーンローンによって調達される資金は、専門勘定等で適切に管理し、透明性及び整合性を確保すべき</li> </ul>
レポートニング	<ul style="list-style-type: none"> <li>借り手は、返済期間中及び重要な出来事があった場合はその後についても、借入資金の使途について毎年更新するべき。この際、(1) 資金が充当されたグリーンプロジェクトのリスト、(2) プロジェクトの説明、(3) 借入資金の各プロジェクトへの充当分、(4) 見込まれる効果、を含めるべき</li> <li>GLPは、プロジェクトにより見込まれる効果について、定性的な指標と定量的な指標（エネルギー容量、電力発電量、温室効果ガス排出削減量・回避量等）を前提となる主要な方法論や仮定の開示と併せて使用することを推奨する</li> </ul>
外部評価	<ul style="list-style-type: none"> <li>外部機関による評価を適切に活用することを推奨           <ul style="list-style-type: none"> <li>コンサルタント・レビュー：               <ul style="list-style-type: none"> <li>環境面での持続可能性やグリーンローンの管理等について、専門性を有するコンサルタントや機関からアドバイスを受ける。セカンドオピニオンはこの区分に属する</li> </ul> </li> <li>検証：グリーンローンフレームワーク又は原資産について、監査機関等の資格を有する専門機関から独立した検証を受ける</li> <li>認証：グリーンローンやフレームワークについて、外部のグリーンアセスメント基準への適合性に係る認証を、資格を有する第三者機関や認証機関から受ける</li> <li>格付け：グリーンローンやフレームワークについて、専門的な調査機関や格付会社等の資格を有する第三者機関の格付けを受ける</li> </ul> </li> </ul>
グリーンローン原則が示す対象事業	
<ul style="list-style-type: none"> <li>再生可能エネルギー</li> <li>エネルギー効率</li> <li>汚染防止及び管理</li> <li>生物自然資源及び土地利用に係る環境持続型管理</li> <li>陸上及び水生生物の多様性の保全</li> <li>クリーン輸送</li> <li>持続可能な水資源及び排水管理</li> <li>気候変動への適応</li> <li>高環境効率商品、環境適応商品、環境に配慮した生産技術及びプロセス</li> <li>地域、国または国際的に認知された標準や認証を受けたグリーンビルディング</li> </ul>	

(出所) Loan Market Association, Asia Pacific Loan Market Association, *Green Loan Principles*, 21 March 2018、より野村資本市場研究所作成

([http://www.lma.eu.com/application/files/8415/2162/5092/LMA\\_Green\\_Loan\\_Principles\\_Bookletpdf.pdf](http://www.lma.eu.com/application/files/8415/2162/5092/LMA_Green_Loan_Principles_Bookletpdf.pdf))

### 3. GLP と「エクエーター原則」(赤道原則) の比較

GLP のような環境関連分野等の融資に関する原則として、「エクエーター原則」(赤道原則) がある。エクエーター原則とは、インフラ建設プロジェクトなど大規模プロジェクトへの融資を行う際に、環境・社会リスクを評価管理する金融業界の自主的ガイドラインであり、2003年6月に初めて採択された。同原則は、2回改訂された結果、2018年7月末現在、第3次改訂版が最新となっている。エクエーター原則は、10の原則で構成されており、エクエーター原則を採択している金融機関 (EPFI) は適用対象となる融資に当たって、全ての原則を満たす必要がある (図表3参照)。また、EPFI は、融資を打診された場合、そのプロジェクトに対して、潜在的な環境・社会に対するリスクと影響の大きさに応じて、3段階 (A、B、C) のカテゴリーを付与し、カテゴリーに応じた対応を行うこととなる。

図表3 「エクエーター原則」(赤道原則) の概要

項目	概要	
	種類	詳細
調達資金の使途	プロジェクトファイナンス アドバイザーサービス (FA 業務)	プロジェクト総額が 1,000 万米ドル以上の全ての案件
	プロジェクトファイナンス	プロジェクト総額が 1,000 万米ドル以上の全ての案件
	プロジェクト紐付き コーポレートローン (PRCL)	以下 4 つの条件を全て満たす場合 i. 借入額の過半が、顧客が当該プロジェクトの実質的な支配権を (直接的または間接的に) 有する単一のプロジェクト関連向け ii. 総借入額が 1 億米ドル以上 iii. その EPFI のコミット額が 5,000 万米ドル以上 iv. 貸出期間が 2 年以上
	ブリッジローン	貸出期間 2 年未満で、上述条件を満たすプロジェクトファイナンス、若しくは PRCL によってリファイナンスされることを意図したもの
10 の原則	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. レビュー及びカテゴリー付与</li> <li>2. 環境・社会アセスメント</li> <li>3. 適用される環境・社会基準</li> <li>4. 環境・社会マネジメントシステムと、エクエーター原則/赤道原則アクションプラン</li> <li>5. ステークホルダー・エンゲージメント</li> <li>6. 苦情処理メカニズム</li> <li>7. 独立した環境・社会コンサルタントによるレビュー</li> <li>8. 誓約条項 (コベナンツ)</li> <li>9. 独立した環境・社会コンサルタントによるモニタリングと報告の検証</li> <li>10. 情報開示と透明性</li> </ol>	
カテゴリー	種類	詳細
	A	環境・社会に対して重大な負の潜在的リスク、または、影響を及ぼす可能性があり、そのリスクと影響が多様、回復不能、または前例がないプロジェクト
	B	環境・社会に対して限定的な潜在的リスク、または、影響を及ぼす可能性があり、そのリスクと影響の発生件数が少なく、概してその立地に限定され、多くの場合は回復可能であり、かつ、緩和策によって容易に対処可能なプロジェクト
C	環境・社会に対しての負のリスク、または、影響が最小限、または全くないプロジェクト	

(出所) Equator Principles, *The Equator Principles*, June 2013、より野村資本市場研究所作成  
([http://equator-principles.com/wp-content/uploads/2017/03/equator\\_principles\\_III.pdf](http://equator-principles.com/wp-content/uploads/2017/03/equator_principles_III.pdf))

すなわち、GLP と比較した場合、エクエーター原則には主に、(1) 環境のみならず社会に対する要素も勘案、(2) ローンの手法や金額について適用範囲を設定、(3) 環境・社会に対するリスクと影響の大きさに応じて、カテゴリーを付与し、それに基づき各々対応を実施、といった特徴がある。

なお、EPFI は 2018 年 7 月末現在、37 カ国 94 の金融機関となっている（図表 4 参照）。

図表 4 「エクエーター原則」（赤道原則）の採択金融機関（EPFI）の国別内訳

本社所在地	金融機関数
スペイン	8
英国、カナダ	7
オランダ	6
オーストラリア、日本、ブラジル、米国	5
スウェーデン、フランス、南アフリカ	4
台湾、ドイツ	3
イタリア、中国、ナイジェリア、ノルウェー、メキシコ	2
アラブ首長国連邦、アルゼンチン、インド、ウルグアイ、エジプト、オマーン、韓国、コロンビア、スイス、デンマーク、トーゴ、バーレーン、パナマ、ペルー、ベルギー、フィンランド、モーリシャス、モロッコ	1
合計	94

（注） 2018 年 7 月末現在。

（出所） Equator Principles, *EP Association Members & Reporting*、より野村資本市場研究所作成  
<http://equator-principles.com/members-reporting/>

#### 4. GLP と気候ボンド基準（CBS）の比較

気候ボンド基準（CBS）は、CBI が公表している認証基準で、2011 年 11 月に第 1 版（プロトタイプ）が公表され、その後、複数回に渡って更新された結果、2018 年 4 月 25 日時点で第 2.1 版（2017 年 1 月）が最新となっている<sup>1</sup>。第 2.1 版では、前述のとおり、CBS が対象とするグリーンボンドの認証対象を債券以外の負債性資本調達手段に広げ、ローンも含まれることとなった（図表 5 参照）。

CBS は、ICMA の GBP と整合性を維持しつつ、より詳細な内容となっている。すなわち、CBS は、GBP を参考に策定された GLP とも、かなりの部分で整合性がある内容になっていると解釈される。CBS が、GBP や GLP と異なる点としては、主に、(1) 全体の構成、(2) 対象事業の範囲、(3) 対象とする負債性資本調達手段の範囲、が挙げられる。

<sup>1</sup> なお、CBI は 2017 年 12 月、CBS 第 3 版の原案を公表し、2018 年 2 月末までの期限で、パブリックコメントの募集を行った。CBI は第 3 版の公式バージョンを 2018 年 3 月に公表する予定としていたが、2018 年 4 月 25 日時点で、公表されていないとみられる。（Climate Bonds Initiative, *Public Consultation Opens for New V3.0 of the Climate Bonds Standard - Next Iteration of the Overarching Multi-Sector Standard Available for Review Now!*, 22 December 2017）

図表 5 気候債券基準（CBS）第 2.1 版の概要

項目	概要	
構成	項目	詳細
	発行前の要件	1. プロジェクト及び資産の選定 2. 内部プロセス及び管理 3. 発行前のレポーティング
	発行後の要件	4. プロジェクト及び資産の推薦 5. 資金使途 6. 調達資金の分別管理 7. 機密性 8. レポーティング
	一般要件	9. 気候債券の分類枠組み（タクソノミー） 10. 技術的な基準 11. 保有しているプロジェクト 12. 決済期間 13. 資金充当
適格プロジェクト及び資産 特定の債券の種類に対する要件		
資金使途の対象	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ エネルギー</li> <li>・ 低炭素建物</li> <li>・ 廃棄物及び公害防止</li> <li>・ 自然資源</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 交通</li> <li>・ 情報技術及び通信</li> <li>・ 自然資源</li> <li>・ 水</li> </ul>
認証対象	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 標準債</li> <li>・ レベニュー債</li> <li>・ プロジェクト債</li> <li>・ 証券化債</li> <li>・ カバード債券若しくはファンドブリーフ</li> <li>・ 転換社債</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 債務証書（Schuldschein）</li> <li>・ シンジケートローン</li> <li>・ ローンファシリティ</li> <li>・ コマーシャル・ペーパー</li> <li>・ バイラテラルローン</li> <li>・ スーク</li> </ul>

(出所) Climate Bonds Initiative, *Climate Bonds Standard Version 2.1*; Climate Bonds Initiative, *A List of Debt Instruments for Certification under the Climate Bonds Standard version 2.1*、より野村資本市場研究所作成  
[https://www.climatebonds.net/files/files/Climate%20Bonds%20Standard%20v2\\_1%20-%20January\\_2017.pdf](https://www.climatebonds.net/files/files/Climate%20Bonds%20Standard%20v2_1%20-%20January_2017.pdf);  
[https://www.climatebonds.net/files/files/CBS%20Version%202\\_1%20-%20List%20of%20debt%20instruments%20-%20updated%20-%20Jan2017\(1\).pdf](https://www.climatebonds.net/files/files/CBS%20Version%202_1%20-%20List%20of%20debt%20instruments%20-%20updated%20-%20Jan2017(1).pdf)

### Ⅲ. 今後の見通し

金融市場では近年、環境、社会及びガバナンス（ESG）の概念の浸透や 2015 年 12 月の「パリ協定」の採択を通じて、環境関連分野の金融の進化が求められているところである<sup>2</sup>。環境関連分野の金融市場では、グリーン債券の発行額の伸びが際立ってきたが、グリーンローンにおいても国際的に準拠可能な原則として GLP が制定されたことを契機に、融資額が増加する可能性が生じている。

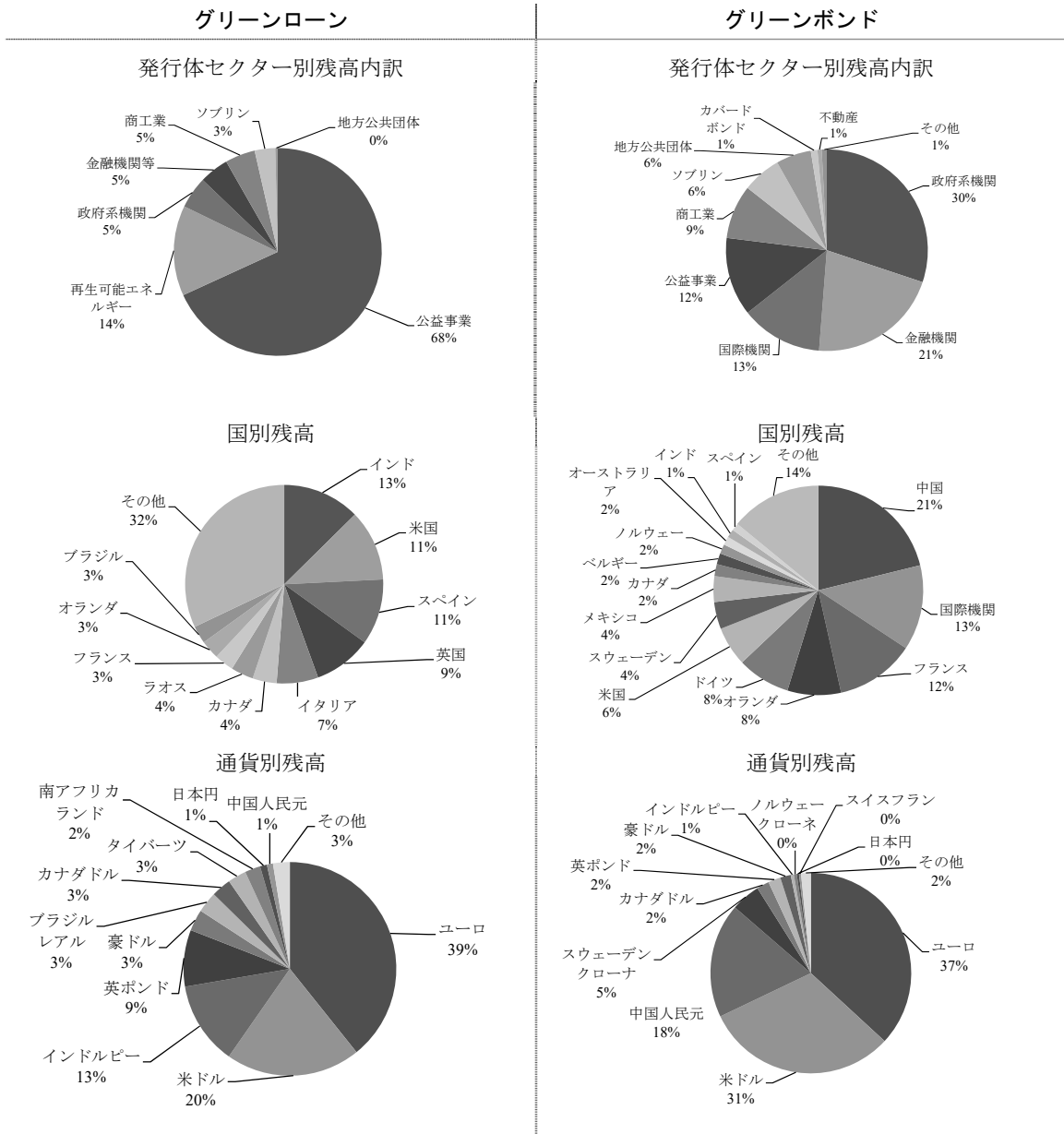
グリーンローンの融資者にとって、同じ土台で GLP に準拠した複数のローンを比較することが可能になるため、融資の利便性が向上しよう。融資需要の拡大を通じて、資金調達主体にとっても魅力的な調達条件が実現することもあり得る。加えて、グリーンローンへの融資需要の伸びを通じて、シンジケートローン等の流通市場における流動性や価格の透明性の向上につながる可能性がある。さらに、銀行が発行するグリーン債券では従来、適格グリーンプロジェクトの判定に当たりエクエーター原則等を活用するケースがあったが、今後は GLP を判定に用いるケースも出現することが想定される。

グリーンローンの利用状況を見ると、発行体セクター別では、再生可能エネルギーを含

<sup>2</sup> パリ協定は、2015 年 12 月に開催された第 21 回気候変動枠組条約締約国会議（COP21）にて合意された気候変動対策に関する新たな国際的な法的枠組み。長期的な目標として、温暖化による破壊的な影響を免れるために必要とされる「2 度目標」（19 世紀の産業革命による工業化以前と比較して平均気温の上昇について 2 度を十分に下回る水準に抑制）を定めるものとされた。

めた電力等のプロジェクトファイナンスが残高全体の約8割を占めるなど、政府系機関、国際機関等の公的セクターが5割超を占めるグリーンボンド市場とは異なる構図となっている（図表6参照）。また、国別では、インド、米国、スペイン等が中心で、中国、国際機関等が中心のグリーンボンド市場とは異なる。通貨別では、いずれもユーロ、米ドルが中心となっているものの、その他については基本的に国別内訳を反映した構成になっている。

図表6 グリーンローンとグリーンボンドの残高内訳



(注) 融資額・発行額（2018年3月末時点）は、ブルームバーグによるグリーンローン及びグリーンボンドの判定基準に基づく。グリーンボンドには、米国地方債と証券化商品は含まない。ドル換算ベース。

(出所) ブルームバーグ、より野村資本市場研究所作成

例えば、グリーンローン残高が最も多いインドの場合、パリ協定に基づき、温室効果ガス排出量原単位を2030年までに2005年比で33~35%削減する数値目標を掲げており、目標達成に向けて合計で約2.5兆ドルの追加財源が必要と推計している。インドでは、元々間接金融が中心の金融システムであることも起因し、グリーンローンが広く活用されている。ただし、近年においては、インド証券取引委員会（SEBI）が2017年5月にグリーンボンドの発行及び上場に係る開示ルールを公表するなど、グリーンボンド市場の活性化に向けた取組みも進められているところである<sup>3</sup>。

一方、グリーンボンドについては、欧州投資銀行（EIB）が2007年6月に発行した気候変動対策債が始まりとされており<sup>4</sup>、当初は国際機関を中心に発行額が伸びたが、2012年以降、発行体セクターや発行国が欧米を中心に広がっていった。中国については、パリ協定に基づき、国内総生産（GDP）当たり二酸化炭素排出量を2030年までに2005年比で60~65%削減する等の数値目標を掲げており、対応に向けて財源調達に急務とされている。そのような中、2015年に中国人民銀行が2015年12月に、国家発展改革委員会が2016年1月に「中国グリーンボンドガイドライン」を策定したこともあり、2016年から金融機関を中心に発行額が急増している。

グリーンローンとグリーンボンドには、金融商品として異なる特長がある。資金調達主体は、今後についても、調達需要や市場環境等を踏まえて使い勝手がより良い手法で資金調達を行うとみられる。とはいえ、両金融商品で原則・ガイドラインが制定されることは、環境関連分野の金融市場の発展の一助になると期待される。特に、GBPがベースとなってGLPが策定されたことにより、資金調達主体、資金の出し手にとって、両商品をほぼ同じベースで比較することが可能になることから、環境関連分野の金融市場におけるシームレス化が進み、市場全体の活性化につながることもあり得る。

世界においては今後、環境問題への取組みに向けて、公的セクターの財源のみでは対応しきれないため、民間セクターの資金も適切に振り向けることがますます重要になることが想定される。その中で、環境関連分野の金融商品において今回のように商品性の向上を目指した動きが続くとみられ、今後も注目されるところである。

<sup>3</sup> Securities and Exchange Board of India, *Disclosure Requirements for Issuance and Listing of Green Debt Securities*, 30 May 2017.

<sup>4</sup> 環境省環境格付融資に関する課題等検討会「環境格付融資の課題に対する提言（最終報告）」2015年3月、15頁。