

企業等のサステナビリティ・パフォーマンスに着目した サステナビリティ・リンク・ローンの発展と注目点

江夏 あかね

■ 要 約 ■

1. サステナビリティ・リンク・ローンとは、一般的に、事前に設定・合意された形で、借り手の「サステナビリティ・パフォーマンス」の向上を促すためのインセンティブが組み込まれた金融商品である。具体的には、サステナビリティ・パフォーマンス・ターゲット（SPT）達成を通じた金利負担軽減といったメリットが設定されるものの、借り手・貸し手ともに、管理に当たって通常のローンと異なる手間・コストが発生し得るといったデメリットもある。サステナビリティ・リンク・ローンは、諸外国で組成額が 2017 年頃から急速に拡大しており、2019 年 3 月にはサステナビリティ・リンク・ローン原則（SLLP）も公表された。
2. 世界各国でサステナブルファイナンスに注目が集まる現状に鑑みると、サステナビリティ・リンク・ローンの組成額がさらに増加する可能性もある。ただし、同ローンの多くがタームローンではなく、リボルビング・クレジット・ファシリティ形式であるため、どの程度実際の資金調達が実現するかは現時点では未知数とも考えられる。その意味で、サステナビリティ・リンク・ローンを通じて、どの程度の「追加性」が発現するかは注目される点である。
3. 今後について、情報開示やデータ蓄積等を通じて、金融商品としての透明性を向上させることが、サステナビリティ・リンク・ローンの更なる広がりのカギになると考えられる。サステナブルファイナンスにおける新たな金融商品という観点から、サステナビリティ・リンク・ローンの展開が注目される。

I 諸外国で市場規模が拡大するサステナビリティ・リンク・ローン

金融市場では近年、環境・社会・ガバナンス（ESG）の要素を投資判断に組み込む概念が浸透しつつあるほか、パリ協定や持続可能な開発目標（SDGs）等を背景に、サステナブルファイナンスが進化を遂げている。持続可能な社会を実現するためのサステナブルファイナンスにおける負債性の資金調達手段としては、グリーンボンド、ソーシャルボン

ド、サステナビリティボンドといった債券に加え、グリーンローンを始めとしたローン関連でも複数の金融商品が誕生している。中でも、諸外国で組成額が 2017 年頃から急速に拡大しているのが、サステナビリティ・リンク・ローンである。

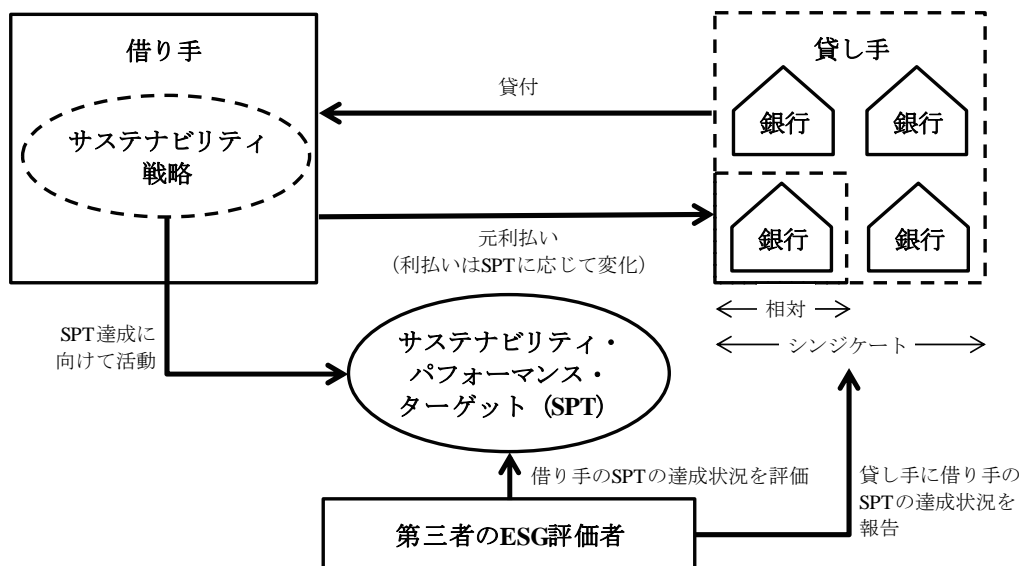
サステナビリティ・リンク・ローンとは、一般的に、事前に設定・合意された形で、借り手の「サステナビリティ・パフォーマンス」の向上を促すためのインセンティブが組み込まれた金融商品である。本稿は、サステナビリティ・リンク・ローンの仕組み、原則、メリット・デメリット、組成状況、事例等を概観し、今後の注目点を論考する¹。

Ⅱ サステナビリティ・リンク・ローンの概要

1. 仕組み

サステナビリティ・リンク・ローンは、前述のとおり、事前に借り手及び貸し手が設定・合意の下、借り手のサステナビリティ・パフォーマンスの向上を促すためのインセンティブが組み込まれた金融商品である（図表 1～2 参照）。サステナビリティ・パフォーマンスは、重要業績評価指標（KPI）、外部機関による格付け等のサステナビリティ・パフォーマンス・ターゲット（SPT）を用いて測定される。表面利率が変動する仕組みの場合、借り手が SPT を達成すれば、低い利率で利息を支払い、未達の場合は高い利率で利息を支払うというものである。

図表 1 サステナビリティ・リンク・ローンの仕組み（イメージ）



(出所) 野村資本市場研究所

¹ なお、補論として、2019年9月5日に世界初の案件として条件決定した、サステナビリティ・リンク・ローン類似の金融商品であるサステナビリティ・リンク・ボンドの事例も紹介したので、併せて参照されたい。

図表 2 サステナビリティ・リンク・ローンの組成等のプロセス

項目	詳細
1	借り手が新規借入若しくは既存の借入の再構築を行うべく、銀行等の貸し手を探す（貸し手は、1つの金融機関の場合も、シンジケート団が組成される場合もある）
2	貸し手は、サステナビリティ・アレンジャーとして、借り手及び第三者の ESG 評価者とともに、適切なサステナビリティ・パフォーマンス・ターゲット（SPT）を策定
3	サステナビリティ・アレンジャーは、サステナビリティ・リンク・ローンの条件をシンジケート団及び借り手と合意し、ローンを実行
4	借り手は、SPT の達成を目指すべく、計画を制定
5	借り手は、SPT の達成状況を報告し、第三者である評価者が進捗度合いを評価
6	SPT の達成状況に応じて、ローンの条件を修正

（出所）Bloomberg NEF, *Rise of Sustainability-Linked Loans Aided by 'Principles'*, 21 March 2019, p.3、より
野村資本市場研究所作成

グリーンボンド、ソーシャルボンド、サステナビリティボンド等のサステナブルファイナンス関連の金融商品と比較した場合のサステナビリティ・リンク・ローンの特徴としては、（1）資金使途が限定されない、（2）成果連動型、（3）ローンであるため、借り手に合わせた柔軟な商品設計が可能、といった点が挙げられる。

1 点目について、例えばグリーンボンドの場合、調達資金をグリーン・プロジェクトに充当することが求められるが、サステナビリティ・リンク・ローンの場合、資金使途は特定のプロジェクトに限定されず、一般事業目的（General Corporate Purpose）、とされている。借り手によっては、組織全体でサステナビリティ関連活動に注力しているものの、特定かつ相当規模のサステナビリティ・プロジェクトを有していないケースもあり、このような場合には、サステナビリティ・リンク・ローンが有効な資金調達手段となり得る。

2 点目について、グリーンボンド等については、基本的には発行体のサステナビリティ・パフォーマンスに応じた債券の表面利率等への影響はない（ただし、例えば、金融市場でグリーンボンド等に対する投資需要が高まったり、投資家が発行体の財務・ESG 等のパフォーマンスを好感する等のシナリオを通じて、流通市場の利回りが低下し、投資家がメリットを享受するといったシナリオはあり得る）。一方、サステナビリティ・リンク・ローンは、SPT の達成状況によって、借入条件が変更となり、借り手は金利負担軽減といったメリットを享受することが可能となるという意味で、成果連動型の仕組みと解釈できる。

なお、広い意味でのサステナブルファイナンスにおいては、ソーシャルインパクトボンド（SIB）も成果連動型の特徴を有する²。SIB とは、資金提供者から調達する資金をもとに、サービス提供者が効果的なサービスを提供し、サービスの成果に応じて行政が資金提供者に資金を償還する、成果連動型の官民連携による社会的インパクト投資の手法の 1 つである³。SIB は、事前に取り決められた成果目標を達成すれば行政（国、地方公共団体等）から資金提供者に対して成果報酬が支払われる一方、達成しなければ行政は資金提供者に成果報酬を支払う必要がないといった仕組みである。すなわち、目標を達成した場合、サステナビリティ・リンク・ローンでは借り手が金利負担軽減、SIB では資金提供者が成

² ソーシャルインパクトボンドの詳細については、江夏あかね「ソーシャルインパクトボンドの発展と今後の課題—地方公共団体の財源調達手段多様化の可能性」『野村資本市場クォーターリー』第 23 巻第 1 号（2019 年夏号）、78-102 頁、を参照されたい。

³ G8 社会的インパクト投資タスクフォース国内諮問委員会「日本における社会的インパクト投資の現状」2016 年 9 月 28 日、58 頁。

果報酬を得るといったように、異なる主体にメリットが発現することとなる。

3点目について、サステナビリティ・リンク・ローンは、債券ではなくローンの一種であり、借入条件は予め貸し手である金融機関（相対方式若しくはシンジケート方式）と合意する形になっている。資金の出し手が証券形式である債券に比して少数であるケースが多いため、借り手のニーズに応じた柔軟な商品設計（借入期間、返済方法、利率等）が可能になる。

2. 原則

グリーンボンドを始めとしたサステナブルファイナンス関連の金融商品には、国際資本市場協会（ICMA）によるグリーンボンド原則（GBP）をはじめとして、発行・借入に関する自主的なガイドラインが制定されている（図表3参照）。これらの原則等は、全般的に、金融市場の秩序や透明性の確保の一助となるべく、各金融商品としてのあるべき又は推奨される姿を提示している。

図表3 サステナブルファイナンス関連の主な原則・ガイドライン等

テーマ			種類
グリーン	サステナビリティ	ソーシャル	
グリーンボンド原則（ICMA）、 「グリーンボンドガイドライン 2017年版」（環境省）等	サステナビリティボンド ガイドライン（ICMA）、 サステナビリティボンド基準 （ACMF）	ソーシャルボンド原則 （ICMA）、 ソーシャルボンド基準 （ACMF）	債券
グリーンローン原則 （LMA、APLMA、LSTA）	サステナビリティ・リンク・ ローン原則 （LMA、APLMA、LSTA）	なし	ローン

（注） ICMAは国際資本市場協会、ACMFはアセアン資本市場フォーラム、LMAはローン・マーケット・アソシエーション、APLMAはアジア・パシフィック・ローン・マーケット・アソシエーション、LSTAはローン・シンジケーション&トレーディング・アソシエーション。

（出所） Bloomberg NEF, *Rise of Sustainability-Linked Loans Aided by 'Principles'*, 21 March 2019, p.6、より野村資本市場研究所作成

サステナビリティ・リンク・ローンについては、英国のローン・マーケット・アソシエーション（LMA）、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）及びローン・シンジケーション&トレーディング・アソシエーション（LSTA）が共同でサステナビリティ・リンク・ローン原則（SLLP）を2019年3月20日に公表している（図表4参照）。なお、これらの団体⁴は、2018年3月

⁴ 当初は、LMAとAPLMAが策定し、その後、LSTAが加わった形で、2018年12月11日に改訂版が公表された。（Loan Syndications & Trading Association, *Extended Green Loan Principles Published Today*, 11 December 2018）

21日に「グリーンローン原則」(GLP)を公表した経緯がある⁵。

SLLPは、任意の推奨ガイドラインと位置付けられている。サステナビリティ・リンク・ローンの基本的特徴を捕捉して、商品開発の推進及び誠実性を維持することに加え、持続可能な開発をより広く推進することを目的としている。SLLPにおいて、サステナビリティ・リンク・ローンは、「借り手による野心的な、事前に設定されたサステナビリティ・パフォーマンス・ターゲットの達成への動機付けを与える、あらゆる種類のローン商品及び/またはコンテンツ・ファシリティ(ボンディング貸付枠、保証貸付枠、信用状等)」と定義づけている⁶。

図表4 サステナビリティ・リンク・ローン原則(SLLP)の概要

項目	詳細
借り手の全体的な企業の社会的責任(CSR)戦略との関係	・ 借り手は、CSR戦略に規定されているサステナビリティ目標と、その目標がどのようにサステナビリティ・パフォーマンスターゲット(SPT)案と連携するかを貸し手に明確に伝えるべき
目標設定：借り手のサステナビリティの測定	・ 取引ごとに、借り手と貸し手グループとの間で適切なSPTを交渉し、設定すべき ・ SPTは、借り手のビジネスにとって野心的かつ有意義でなければならず、事前に設定したパフォーマンスターゲットベンチマークに関してサステナビリティの改善が結び付けられているべき ・ SPTは、内部的(グローバルなサステナビリティ戦略に沿って借り手が定義したもの)でも外部的(外部機関の格付け基準に対して独立したプロバイダーが評価したもの)でも良い ・ 借り手は、関連するサステナビリティ・リンク・ローン商品が利用可能になることを前提条件として、SPTの適切性について第三者の意見を求めるよう奨励される場合がある。第三者の意見が求められない場合、借り手はその手法を検証するために社内の専門知識を示す、または開発・発展させるよう強く推奨される ・ SPTは、貸付期間にわたって適用されなければならない
レポート	・ 借り手は、可能であれば、SPTに関する最新情報(外部機関によるESG格付け等)を常に容易に入手できるようにしておき、1年に1回以上、ローンに参加している機関に提供すべき ・ 借り手はSPTに関する情報を、年次報告書またはCSR報告書等を通じて公式に報告するよう推奨される ・ 必要に応じて、借り手は、SPTに関する情報を公開せず、貸し手とのみ共有することを選択することも可能 ・ 借り手は、基本となる手法及び/または前提の詳細を提供することも奨励される
レビュー	・ 外部機関によるレビューの必要性は、取引ごとに、借り手と貸し手との間で交渉され、合意される ・ 外部レビュー <ul style="list-style-type: none"> ➢ SPTに関する情報が非公開、またはかかる情報に監査/保証報告書が添付されていないローンの場合、借り手はSPTに対するパフォーマンスの外部機関によるレビューを依頼することが強く推奨される ➢ 上場企業が借り手の場合、貸し手は、そのパフォーマンス検証のために同社の公開情報に依拠することで十分である可能性がある ➢ 特定のSPTに関しては、データが開示されているにもかかわらず、独立した外部機関によるレビューを通じて借り手のサステナビリティ・パフォーマンスを検証することが望ましい場合がある ➢ 借り手が独立した検証を依頼する取引では、借り手はSPTに対するパフォーマンスを1年に1回以上、資格要件を満たした外部のレビューラーによる独立した検証を受けるべき。適切な場合には、外部機関によるレビューを公開することも推奨される
SPTの一般的なカテゴリ	
カテゴリ	例
エネルギー効率	借り手が所有またはリースしている建築物及び/または機器のエネルギー効率の評価の改善
温室効果ガス排出量	借り手が製造または販売している製品、あるいは生産または製造サイクルに関する温室効果ガスの削減
再生可能エネルギー	借り手が生成または使用する再生可能エネルギー量の増加
水の消費	借り手が行う節水
手頃な価格の住居	借り手が開発する手頃な価格の住宅戸数の増加
持続可能な調達	検証済みの持続可能な原材料/貯蔵品の利用の増加
循環経済	リサイクル率の上昇、またはリサイクル原材料/貯蔵品の利用の増加
持続可能な農業及び食糧	持続可能な商品及び/または質の高い商品(適切なラベルまたは認証を使用)の調達/生産の改善
生物多様性	生物多様性の保護と保存の改善
グローバルESG評価	借り手のESG格付けの改善及び/または公認のESG認証の達成

(注) 日本語表記は、環境省仮訳(環境省第1回グリーンボンド・グリーンローン等に関する検討会配布資料参考資料4-2、2019年7月23日)を参考に、記載している。

(出所) Loan Market Association, Asia Pacific Loan Market Association, Loan Syndicated & Trading Association, Sustainability Linked Loan Principles, 20 March 2019、より野村資本市場研究所作成

⁵ グリーンローン原則の詳細については、江夏あかね・富永健司「グリーンローン原則の制定と今後の展開」『野村資本市場クォーターリー』2018年夏号、1-8頁、を参照されたい。

⁶ 本稿におけるサステナビリティ・リンク・ローン原則に関する日本語表記は、環境省仮訳(環境省第1回グリーンボンド・グリーンローン等に関する検討会配布資料参考資料4-2、2019年7月23日)を参考に、記載している。

SLLP の特徴としては、以下の 4 点が挙げられる。1 点目として、構成は、GBP や GLP 等と類似しており、4 つの要素で成り立っているが、その項目は GBP や GLP と異なっている⁷。すなわち、SLLP では、(1) 借り手の全体的な企業の社会的責任 (CSR) 戦略との関係、(2) 目標設定：借り手のサステナビリティの測定、(3) レポーティング、(4) レビュー、で構成されている。

2 点目としては、債券を対象としている GBP 等では、投資家を対象として広く情報開示を求めているが、SLLP では、ローンであることから貸し手には情報開示を求めているものの、情報を必ずしも公開しないという選択肢も設けていることである。

3 点目としては、外部レビューについて、GBP 等では外部レビューの取得を推奨しているが、SLLP において、その必要性は、取引ごとに借り手と貸し手との間で交渉され、合意される、と記されている。加えて、GBP 等では、外部レビューの類型として、セカンド・パーティ・オピニオン、検証、認証、グリーンボンドスコアリング／格付けが示されている。一方、SLLP では特に類型は示されていない。

4 点目としては、サステナビリティ・リンク・ローンが SPT の設定を前提として組成される金融商品であることから、SPT 関連の説明が充実している点である。特に、2 つ目の項目である目標設定の部分に加え、付録として SPT の一般的なカテゴリーも含まれている。

3. メリット・デメリット

サステナビリティ・リンク・ローンの主なメリット・デメリットは、グリーンボンドを始めとしたサステナブルファイナンス関連商品と共通している項目と異なるものがある (図表 5 参照)。

図表 5 サステナビリティ・リンク・ローンのメリット・デメリット

種類	借り手	貸し手
メリット	<ul style="list-style-type: none"> サステナビリティに対する積極的な取り組みの PR 持続可能な開発目標 (SDGs) への対応 資金調達手段・貸し手の多様化 サステナビリティ向上へのインセンティブ (サステナビリティ・パフォーマンス・ターゲット [SPT] の達成を通じた) 金利負担軽減 	<ul style="list-style-type: none"> 資金供給することを通じて、企業のサステナビリティを支援することを PR SDGs への対応 サステナブルファイナンスに関する金融業界におけるリーダーとしてのプレゼンス向上 借り手が約束通りサステナビリティに対して注力しないことに伴うレピュテーションリスクの軽減
デメリット	<ul style="list-style-type: none"> 通常のローンとは異なり、SPT の設定、レポーティングや外部レビューに係る手間・コストが発生する可能性 	<ul style="list-style-type: none"> 比較的新しい金融商品であるため、審査・モニタリングに関して手間・コストを要する可能性 融資先がサステナビリティに対して注力しない等、当初の目的を満たせなかったり、何らかの問題が起きた場合、レピュテーションリスクを負いかねない

(出所) 野村資本市場研究所

⁷ GBP 及び GLP の 4 つの要素は、(1) 調達資金の使途、(2) プロジェクトの評価と選定のプロセス、(3) 調達資金の管理、(4) レポーティング。

サステナビリティ・リンク・ローンに特徴的な借り手にとってのメリットは、サステナビリティ向上へのインセンティブや、SPT 達成を通じた金利負担軽減といったものが挙げられる。オランダの大手金融機関 ING によると、SPT 達成による金利引き下げ幅は、典型的には5~10%程度となっている⁸。

貸し手にとっては、サステナビリティ・リンク・ローンが比較的新しい金融商品であることから、サステナブルファイナンスに関する金融業界におけるリーダーとしてのプレゼンスの向上、借り手が約束通りサステナビリティに対して注力しないことに伴うレピュテーションリスクの軽減等が考えられる。他方、デメリットとしては、借り手・貸し手ともに、管理に当たって通常のローンと異なる手間・コストが発生する可能性などがある。

4. 組成状況

サステナビリティ・リンク・ローンは、現状において、タームローン⁹ではなく、リボルビング・クレジット・ファシリティが中心となっている¹⁰。リボルビング・クレジット・ファシリティ契約は、コミットメントライン契約とも呼ばれ、貸し手の銀行が手数料を徴収することによって、借り手のために一定の期間、一定の融資極度額を設定し、その範囲内であれば借り手は借入れを行う権利を取得し、貸し手は貸付けを行う義務を負担する契約である。また、多くの事例は、既存のローン契約をサステナビリティ・リンク・ローン形式に変更する形を採っており、後述のオランダのフィリップスによる世界初の事例が2017年に実現した頃から、このような契約変更が増えているとみられる¹¹。

ブルームバーグの統計において、組成のタイミングの把握は、ローンの当初組成時に基づくため、サステナビリティ・リンク・ローン形式となった時期とは必ずしも一致しない。そのため、組成額の推移といった時系列のデータは必ずしも実態を表せているわけではないと考えられるが、同データによる組成額残高（2019年8月末現在、約1,078億ドル）に基づく、サステナビリティ・リンク・ローンの借り手としては、電力、食品・飲料、不動産投資信託（REIT）等が中心となっている（図表6参照）。国・地域別では、スペイン、フランス、イタリア、米国、オランダと欧米諸国が続いており、通貨別ではユーロが約7割、米ドルが約2割を占めている。年限別では、5年が最も多く、加重平均償還年限は約6.7年となっている。

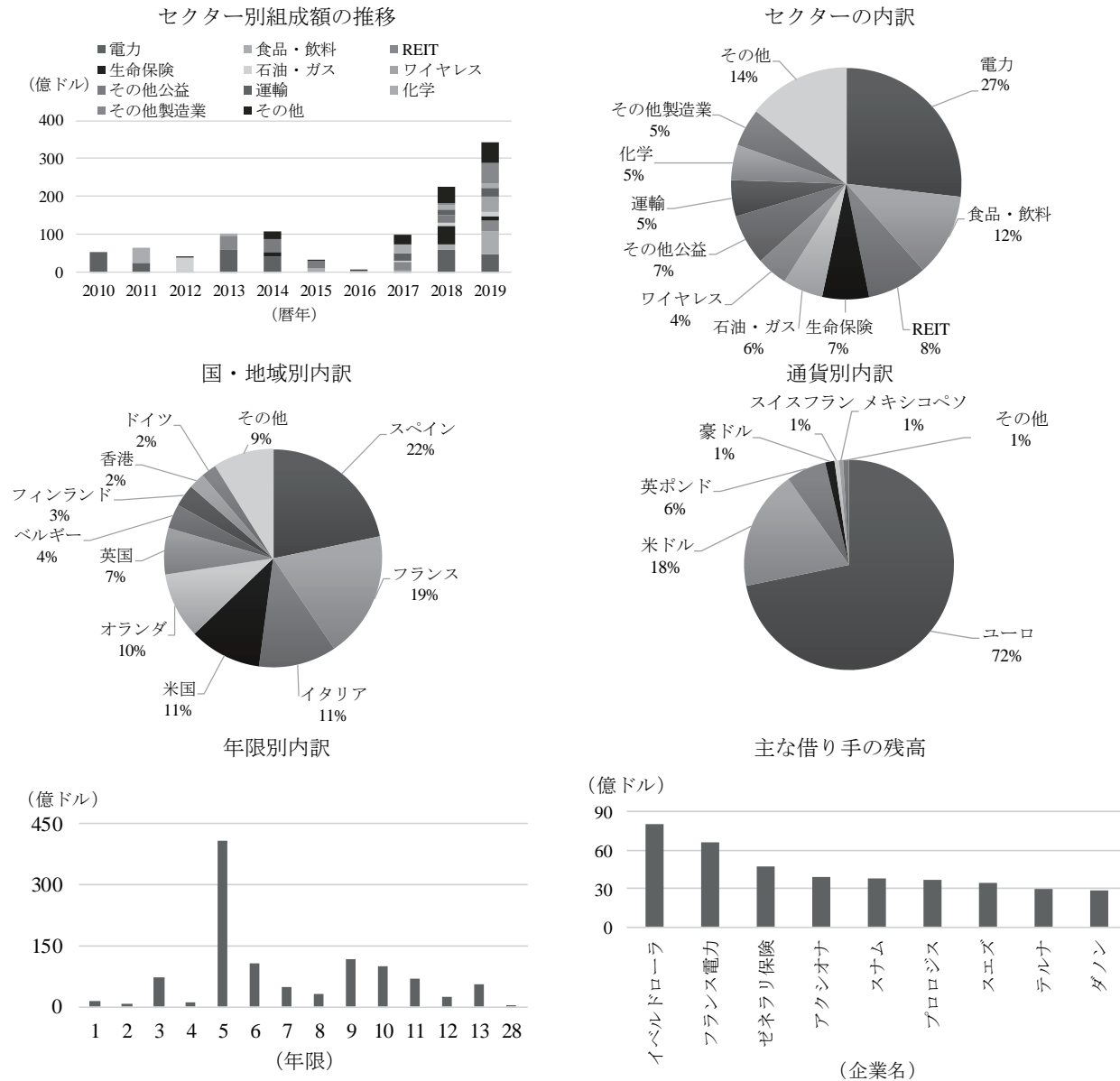
⁸ ING Bank N.V., *Introducing the Sustainability Linked Loan*.

⁹ タームローンは、借入金額、金利、期間、返済条件などを規定した金銭消費貸借契約書を交わして行う証書貸付のこと。

¹⁰ Bloomberg NEF, *Rise of Sustainability-Linked Loans Aided by 'Principles'*, 21 March 2019, p.7.

¹¹ Sustainalytics, *Demystifying Sustainability Linked Loans: Leverage Your ESG Rating*, 6 May 2019.

図表 6 サステナビリティ・リンク・ローンの組成状況

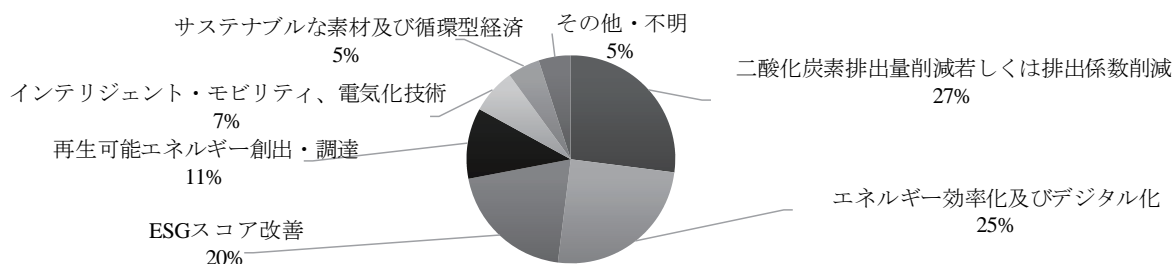


(注) データ (2019年8月末時点) は、ブルームバーグのローンのデータのうち、備考欄に「sustainability linked」を含むものに基づく。借り手の内訳。ドル換算ベース。本データにおける組成のタイミングの把握は、ローンの当初組成時に基づくため、サステナビリティ・リンク・ローン形式になった時期とは必ずしも一致しない。

(出所) ブルームバーグのデータを基に、野村資本市場研究所作成

一方、ブルームバーグによると、2019年3月21日までに組成されたサステナビリティ・リンク・ローンのSPTで最も多かったのは、二酸化炭素排出量削減若しくは排出係数削減で、エネルギー効率化及びデジタル化、ESGスコア改善と続いている(図表7参照)。

図表7 SPTの内訳



(注) 2019年3月21日までに組成されたサステナビリティ・リンク・ローンが対象。

(出所) Bloomberg NEF, *Rise of Sustainability-Linked Loans Aided by 'Principles'*, 21 March 2019, p.3、より
野村資本市場研究所作成

III 諸外国のサステナビリティ・リンク・ローンの組成事例

諸外国のサステナビリティ・リンク・ローンに関して、代表的な事例として時系列に並べ、(1) オランダのフィリップス、(2) シンガポールのウィルマー、(3) フランスのダノン、(4) シンガポールのオラム、(5) 米国のCMS エナジー、を紹介する。

1. オランダのフィリップス

オランダのヘルスケア・テクノロジー大手のフィリップスは2017年4月19日、邦銀を含む16の金融機関と10億ユーロのサステナビリティ・リンク・ローン形式のリボルビング・クレジット・ファシリティ契約を締結したことを公表した¹²。本契約は、オランダのESG評価機関であるサステイナリティクスによるフィリップスのESG格付けの毎年の変化に応じて、金利が変化するというものである¹³。同契約の期間は2022年4月21日まで、資金用途は一般事業目的であり、それまで利用されることがなかった既存の18億ユーロのファシリティを代替する形となっている。

フィリップスは近年、SDGsの達成を目指し、「2025年までに30億人の人々の生活を改善すること」を目標として、サステナビリティ関連活動に注力している。具体的には、5年間のサステナビリティプログラム「健康的な人々、持続可能な地球社会」を通じて、(1) 事業における二酸化炭素純排出量をゼロに削減、(2) 重要な環境改善をもたらす商品やソリューションに関する収益を全体の7割以上に向上、(3) 循環型経済関連ビジネスによる収益を全体の15%以上に向上、といった目標を掲げてきた。

しかし、フィリップスは当時、環境関連の特定の資金用途を有しておらず、同ファシリティのコーディネーターとなったオランダの大手金融機関のINGと、グリーンボンド発

¹² Koninklijke Philips N.V., *Philips Couples Sustainability Performance to Interest Rate of its New EUR 1 Billion Revolving Credit Facility*, 19 April 2017.

¹³ Sustainalytics, *Demystifying Sustainability Linked Loans: Leverage Your ESG Rating*, 6 May 2019.

行以外でフィリップスのサステナビリティ関連目標の達成に向けた資金調達手法を検討し、ESG 格付けを活用した同ファシリティの組成に至った¹⁴。

なお、フィリップスは 2019 年 5 月 15 日、グリーン・イノベーション債（7.5 億ユーロ、償還年限 7 年）を発行したことを明らかにしている¹⁵。フィリップスのグリーン・イノベーション関連費用は、年間約 2.3 億ユーロに上っているが、グリーン・イノベーション債の資金使途は、適格グリーン・イノベーション・ポートフォリオ（グリーン・イノベーション関連研究開発費用、循環型商品・ソリューション導入関連費用、サステナブル・オペレーション・プログラム関連費用）としている。また、同債券に対しては、サステナビリティクスが ICMA の GBP、ソーシャルボンド原則（SBP）、サステナビリティボンドガイドライン（SBG）に適合しているとのセカンド・パーティ・オピニオンを公表している¹⁶。

フィリップスのグリーン・イノベーション債は、オランダの大手金融機関のラボバンクと共に組成された。ラボバンクは、サステナビリティとイノベーションに関して、フィリップスと共に各業界の最前線におり、グリーン・イノベーション債は、企業と金融機関のリーダーが SDGs を達成し、次世代により良い世界を残すことを表明する一つの形であるとの見解を明らかにしている。

フィリップスのように、金融機関とも協調しながら、同社のサステナビリティ関連目標を達成するために最適な資金調達手法を模索することは、同社のサステナビリティ関連活動へのコミットメントの広報に資すると同時に、資金調達源を多様化する一助になると解釈される。

2. シンガポールのウィルマー

シンガポールのパーム油大手ウィルマー・インターナショナルとオランダの金融機関の ING は 2017 年 11 月 27 日、1.5 億米ドルの既存のリボルビング・クレジット・ファシリティについて、サステナビリティ・リンク・ローンの形式に変更した旨を公表した¹⁷。金融機関 1 行との相対取引である本案件は、アジアかつパーム油業界初の取り組みであり、フィリップスの案件と同様に、サステナビリティクスによるウィルマーの ESG 格付けの毎年の変化に応じて、金利が変化するというもので、期間は非公表とみられる。

パーム油は、アブラヤシの実から採れる植物油であり、食品、石鹸、化粧品、発電等幅広い用途があるものの、近年は森林破壊や人権侵害によるリスクを懸念する声もある。そのような中、ウィルマーは 2017 年 11 月 22 日、パーム油農園の労働者の家庭の福祉向上

¹⁴ “ESG Loans Broaden Access to Sustainability-Linked Financing,” *GreenBiz*, 6 March 2019.

¹⁵ Koninklijke Philips N.V., *Philips Issues Inaugural Green Innovation Bond*, 15 May 2019.

¹⁶ Sustainalytics, *Second-Party Opinion: Philips Green and Sustainability Innovation Bond*, 25 April 2019.

¹⁷ Wilmar International Limited, ING Bank N.V. Singapore Branch, *Wilmar and ING Collaborate on Sustainable Loan in Asia*, 27 November 2017.

を目的として、児童養護政策を策定したことを明らかにしている¹⁸。ウィルマーは、本案件について、サステナビリティが同社にとってプライオリティであり、サステナビリティの測定を日々の業務から資金調達といった業務全てに盛り込むことを通じてステークホルダーに価値を創造するといったスタンスを明らかにしている。

ウィルマーは、本案件と同様に、既存のリボルビング・クレジット・ファシリティを、サステナビリティクスによるウィルマーの ESG 格付けの変化に応じて金利が変化する形式に変更するといった相対取引を、シンガポールの金融機関大手のオーバーシー・チャイニーズ銀行（OCBC、2 億米ドル、2018 年 6 月 8 日）、DBS 銀行（1 億米ドル、2018 年 8 月 10 日）と実施している¹⁹。

シンガポールの金融機関がサステナブルファイナンスに積極的な背景の 1 つとして、シンガポール銀行協会（ABS）が 2015 年 10 月 8 日に公表した責任ある投融資に関するガイドラインの存在が挙げられる²⁰。同ガイドラインにおいて、シンガポールの銀行は、最低限の責務としてアニュアル・レポートの中で責任ある投融資に関するビジョンやコミットメントを共有すること等が盛り込まれている。ウィルマーのように、サステナビリティ経営を資金調達も含めて進める事例は、銀行業界自身のサステナブルファイナンス関連の取り組みも相まって、アジアでも今後増加していく可能性があるとみられる。

3. フランスのダノン

フランスに本社を置く多国籍企業で食品大手のダノンは 2018 年 2 月 12 日、邦銀を含む 12 の金融機関と 20 億ユーロのリボルビング・クレジット・ファシリティについて、ESG 要因の評価によって金利が変動する形とすべく、契約の変更を締結したことを公表した²¹。同契約の期間は 5 年間だが、1 年間延長される可能性がある。また、金利は、欧州銀行間取引金利（EURIBOR）をベースとし、SPT の達成状況に応じて水準が変化する仕組みとなっている²²。SPT となる ESG 要因の判定は、少なくとも年 1 回、（1）欧州の ESG 評価機関であるサステナビリティクスとヴィジオ・アイリスの ESG スコア、（2）米国の非営利団体 B Lab が運営する認証制度である B コープ認証²³を得た商品の売上が連結売上に占める割合、に基づき行われ、判定内容に応じて金利の条件に反映されるものとなっている。

¹⁸ Wilmar International Limited, *Wilmar Launches Child Protection Policy for its Operations and Suppliers*, 22 November 2017.

¹⁹ OCBC Bank, *OCBC Bank Partners Wilmar on Largest Sustainability-Linked Bilateral Loan by Singapore Bank*, 8 June 2018; DBS Bank, *DBS and Wilmar Sign USD 100 million Sustainability-Linked Loan*, 10 August 2018.

²⁰ なお、同ガイドラインは 2018 年 6 月 1 日に改訂されている。（Association of Banks in Singapore, *ABS Guidelines on Responsible Financing Version 1.0*, 8 October 2015; Association of Banks in Singapore, *ABS Guidelines on Responsible Financing Version 1.1*, 1 June 2018）

²¹ Danone, *Strong Results in 2017 with Solid Progress on Growth and Efficiency*, 16 February 2018, p.7; 環境金融研究機構「仏食品大手ダノン ESG 評価と連動した 20 億ユーロの信用供与枠、銀行団と締結。ESG 評価目標の達成に応じて金利が変動。三菱 UFJ フィナンシャル・グループも参加」2018 年 2 月 22 日。

²² BNP Paribas, *Danone's Positive Incentive Financing Strategy*.

²³ B コープは、米国の非営利団体の B Lab が運営する認証制度で、環境、社会に配慮した事業活動を行い、アカウンタビリティや透明性など B Lab が掲げる基準を満たした企業に対して与えられる民間の認証制度。

ダノンは、B Lab との提携合意を締結した旨を 2015 年 12 月 17 日に発表し、多国籍企業として B コープ認証を取得する際のモデルケースの開発に注力してきた²⁴。そして、リボルビング・クレジット・ファシリティの締結に当たって、B コープ認証の取得や、サステナブルな価値を創出するといった株主やステークホルダーに対するコミットメントと一貫した取り組みである旨を説明している²⁵。なお、2018 年 4 月 12 日には、同社の北米及びカナダの現地法人が、予定より 2 年早く B コープ認証を取得し、世界のダノンのビジネスの約 3 割が B コープ認証でカバーされることとなったことを公表している²⁶。

ダノンでは、長らく「社会の発展なくして、企業の成功はない」という考えに基づいた「デュアル・プロジェクト」という企業理念が根付いている。そして、「One Planet One Health」といったビジョンの下、健全な地球と一人ひとりの健康のためにできることを実践するというスタンスを維持してきた。ダノンは、リボルビング・クレジット・ファシリティに加えて、2018 年 3 月 19 日、民間セクターで初となるソーシャルボンド（3 億ユーロ、償還年限 7 年）を起債²⁷するなど、資金調達も通じたビジョンの実現に向けた工夫を続けており、今後の展開が注目されるところである²⁸。

4. シンガポールのオラム

アジアを代表する農産物商社の 1 つであるシンガポールのオラムは 2018 年 3 月 26 日、邦銀を含む 15 の金融機関と 5 億米ドルのサステナビリティ・リンク・ローン形式のリボルビング・クレジット・ファシリティ契約を締結したことを明らかにした²⁹。アジアでは、前述のシンガポールのウィルマーが 2017 年 11 月 27 日、相対取引でリボルビング・クレジット・ファシリティについて、サステナビリティ・リンク・ローンの形式に変更したことを明らかにしていたが、オラムについてはアジアで初めてのクラブ・ディール方式³⁰での契約となっている。

同ファシリティは 3 年間で、借り手は、オラム・インターナショナルとともに同社の 100% 子会社であるオラム・トレジャリーとなっている。また、フィリップスやウィルマーの案件と同様に、サステナビリティクスによるオラムの ESG 格付けの毎年の変化に応じて、金利が変化するというものとなっている。

オラムは、同ファシリティの締結は、アジア地域におけるサステナビリティ・リンク・

²⁴ Danone, *Danone and B Lab Announce a Partnership to Pave the Way for B Corp Certification of Multinational Companies*, 17 December 2015.

²⁵ Danone, *Strong Results in 2017 with Solid Progress on Growth and Efficiency*, 16 February 2018.

²⁶ Danone, *Danone Achieves Key Progress in its Global B Corp Ambition with New Subsidiaries Certified in the U.S. and Canada*, 12 April 2018.

²⁷ Danone, *Danone Successfully Issues a Pioneer EUR300m Social Bond Continuing to Invest for Sustainable Value for All*, 19 March 2018.

²⁸ ダノンのソーシャルボンドの詳細については、江夏あかね「持続可能な社会の実現に向けて注目が集まるソーシャルボンド」『野村資本市場クォーターリー』第 22 巻第 1 号（2018 年夏号）、36-53 頁、を参照されたい。

²⁹ Olam International, *Olam International Secures Asia's First Sustainability-Linked Club Loan Facility of US\$500.0million*, 26 March 2018.

³⁰ クラブ・ディール方式は、既存の取引金融機関等、限られた金融機関でシンジケート団を組成する方法。

ローンの浸透に向けた触媒になるほか、サステナブルな企業がさらに良いことをして成功をする事例の1つになるとの見解を明らかにしている。なお、同社は2019年1月25日に公表した2019～2024年の戦略計画において、ゴム、砂糖、木材関連製品、肥料といった環境や健康への影響が懸念される4事業から2024年までに撤退することを明らかにするなど、サステナビリティ・リンク・ローンの締結も同社のサステナビリティへのコミットメントを強化する一助になっているようである³¹。アジアでも、欧米諸国と同様にサステナビリティ経営に注力する企業が増加傾向にあり、オラムのようなアプローチが参照されることも増えていくと考えられる。

5. 米国のCMS エナジー

米国ミシガン州のエネルギー会社であるCMS エナジーは2018年6月6日、同社及び同社の子会社であるコンシューマーズ・エナジーが米国の借り手として初めて、シンジケート型かつサステナビリティ・リンク・ローン形式のリボルビング・クレジット・ファシリティ契約（14億ドル）を、邦銀を含む複数の金融機関と締結したことを明らかにした³²。CMS エナジーは同年2月、2040年に向けて二酸化炭素排出量8割削減、再生可能エネルギーによる発電を全体の4割に引き上げ等のクリーン・エネルギー目標を掲げており、同目標をSPTとして設定した³³。サステナビリティクスが外部評価者となる。

CMS エナジーは、米ニューズウィーク誌のグリーン企業ランキング（2017年）で全米9位にランクインする等、従来から環境関連の取り組みに注力してきたが、内部で掲げたクリーン・エネルギー目標の達成へのコミットメントを、資金調達手法を通じて表した形となる³⁴。それまで、米国におけるサステナビリティ・リンク・ローンの浸透は欧州に比してやや遅行していたものの、CMS エナジーは今回の契約を通じて、米国における新たな潮流を創る組織となったと表明している。

米国においては、ドナルド・トランプ大統領が2017年6月1日、パリ協定離脱を正式表明したこともあり、同国の企業等による環境関連の取り組みへの影響を懸念する声もある。しかし、同国はグリーンボンド発行額及び発行累積額が2018年に世界で1位となるなど、サステナブルファイナンスについては比較的浸透しているとも考えられる³⁵。CMS エナジーによる同契約の締結や、2019年3月20日のSLLPの制定等を通じて、同国でもサステナビリティ・リンク・ローンが徐々に浸透している。同国の借り手による組成額は2019年8月末時点で世界全体の1割程度のシェアを有しており、米国における今後の展開が注目される（図表6左中参照）。

³¹ Olam International, *Re-imagining Olam: Offering Tomorrow's Products & Services- Strategic Plan 2019-2024*, 25 January 2019, p.12.

³² CMS Energy, *CMS Energy Becomes First U.S. Company to Enter Sustainability-Linked Loan*, 6 June 2018.

³³ Sustainalytics, *Demystifying Sustainability Linked Loans: Leverage Your ESG Rating*, 6 May 2019; Barclays, *CMS Energy Stays Focused on Sustainability- Even with its Financing*, 9 November 2018.

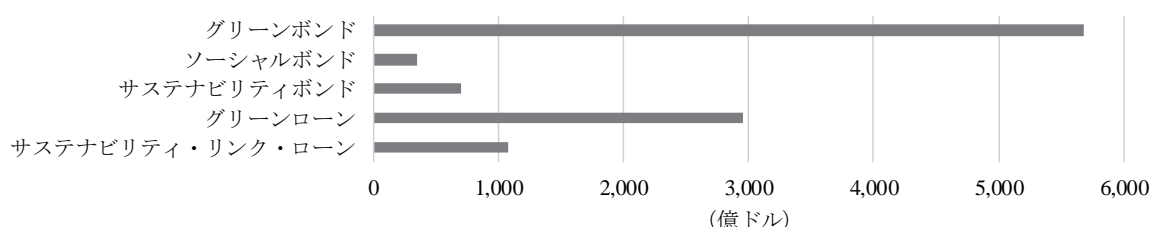
³⁴ "Green Ranking 2017: U.S. Top 10," *Newsweek*.

³⁵ Climate Bonds Initiative, *Green Bond Market Summary*, January 2019, p.1.

IV 今後の注目点

サステナビリティ・リンク・ローンは 2017 年頃から組成額が伸びているが、2019 年 8 月末現在の組成額残高は、約 1,078 億ドル相当と、例えばサステナブルファイナンス関連の中心となっているグリーンボンドの発行残高（約 5,684 億ドル）に比して小さい（図表 8 参照）。とはいえ、世界各国でサステナブルファイナンスに注目が集まる現状に鑑みると、組成額がさらに増加する可能性もあると考えられる。

図表 8 主なサステナブルファイナンス関連金融商品の発行額・組成額残高



(注) 発行額・組成額（2019 年 8 月末時点）は、ブルームバーグによるグリーンボンド、ソーシャルボンド、サステナビリティボンド及びグリーンローンの判定基準に基づく。サステナビリティ・リンク・ローンは、ブルームバーグのローンのデータのうち、備考欄に「sustainability linked」を含むものに基づく。本データにおける組成のタイミングの把握は、ローンの当初組成時に基づくため、サステナビリティ・リンク・ローン形式になった時期とは必ずしも一致しない。グリーンボンドは、米国地方債及び証券化商品を除く。ドル換算ベース。

(出所) ブルームバーグのデータを基に、野村資本市場研究所作成

その一方で、先進国を中心に低金利化が近年進んでおり、多くの企業等にとっては、通常の資金調達手段でも、歴史的に見て十分魅力のある資金調達が可能となる傾向も観察されている。さらに、前述のとおり、サステナビリティ・リンク・ローンの多くがタームローンではなく、リボルビング・クレジット・ファシリティ形式であるため、どの程度実際の資金調達が実現するかは現時点では未知数とも考えられる。その意味で、サステナビリティ・リンク・ローンを通じて、どの程度の「追加性³⁶」が発現するかは注目されることである。

サステナビリティ・リンク・ローンは比較的新しい金融商品である上、相対取引も存在するローン形式であるため、有価証券である債券等に比して情報開示が限定的な傾向がある。そのため、資金の出し手にとっては、金融商品としてのパフォーマンス分析等は債券等に比して難しいとも考えられる。その意味では、情報開示やデータ蓄積等を通じて、金融商品としての透明性を向上させることが、サステナビリティ・リンク・ローンの更なる広がりのカギになると考えられる。詳しくは補論で述べるが、透明性がある程度確保され

³⁶ ESG における追加性は、一般的に、(1) (ESG 関連プロジェクト向けの) 資金の追加性（調達資金が新しい ESG プロジェクトに活用されたか、あるいは、ESG プロジェクトに向かう資金が増加したか）、(2) 環境的・社会的インパクトの追加性（ESG 債への投資がなければ生まれ得なかった環境的・社会へのインパクト）、を指す傾向にある。（“Green Bonds: a Different Take on ‘Additionality’,” *Environmental Finance*, 26 October 2018）

る債券形式で、サステナビリティ・リンク・ボンドが 2019 年 9 月 5 日に世界で初めて条件決定したように、競合しうる金融商品の開発の動きも出ている。

いずれにせよ、世界の金融市場でサステナブルファイナンスが 1 つのキーワードとなる状況は当面続くと想定される。サステナブルファイナンスにおける新たな金融商品という観点から、サステナビリティ・リンク・ローンの展開が注目される。

V 補論：サステナビリティ・リンク・ボンドの登場

イタリアの大手電力会社であるエネルのオランダにある金融子会社であるエネル・ファイナンス・インターナショナルは 2019 年 9 月 5 日、世界初となるサステナビリティ・リンク・ボンドを条件決定した（発行日は、2019 年 9 月 10 日）³⁷。「一般目的 SDG リンク債」と同社が呼ぶサステナビリティ・リンク・ボンド（額面 15 億ドル、償還年限 5 年、当初表面金利 2.650%、エネルによる保証付）の発行条件は、ベンチマークである同年限の米国債+125 ベーシスポイント³⁸（bp）だった³⁹。資金使途は、一般事業目的である。

エネルは、2021 年にエネル・グループの発電全体の 62%を二酸化炭素排出量ゼロにする等の戦略計画⁴⁰を掲げるなど、SDGs の 7 番（エネルギー）、9 番（イノベーション）、11 番（都市）、13 番（気候変動）の達成に向けた取り組みを強化している。同社は、2017 年からグリーンボンドの発行を行うなど、SDGs 関連活動を資金調達面でも取り入れていたが、この度、サステナビリティ・リンク・ボンドといった、より成果達成へのコミットメントを全面に打ち出した資金調達に踏み切った。

同債券の仕組みは、2021 年 12 月末までに連結設備容量の 55%以上を再生可能エネルギーに転換することができれば、当初表面金利のまま、転換できない場合、監査人の保証報告書により明らかになったタイミング以降の利払いが 25bp 上昇するというものである⁴¹。エネルによる同債券は、SPT（連結設備容量の 55%以上を再生可能エネルギーに転換）を達成した場合に金利には変化がないが、達成しない場合に金利が引き上げられるといった仕組みである。すなわち、同債券は、資金調達主体にとって、SPT 達成時の金利低下といったメリットがない一方で、SPT 未達成時の金利上昇といったデメリットが発現する。

とはいえ、エネルによる世界初のサステナビリティ・リンク・ボンドは、同社のグリーンボンドの平均発行額（約 13 億ドル）に比して大きい規模（15 億ドル）だったが、社会的責任投資（SRI）の投資家を中心に、約 40 億ドルの需要を集めた⁴²。同債券は、底堅い

³⁷ Enel SpA, *Enel Launches the World's First "General Purpose SDG Linked Bond", Successfully Placing a 1.5 billion U.S. Dollar Bond on the U.S. Market*, 6 September 2019.

³⁸ bp は 0.01%。

³⁹ Bloomberg NEF, *Enel to Issue World's First Sustainability Linked Bond*, 5 September 2019, p.1.

⁴⁰ 2018 年の同比率（推計）は 48%。（Enel SpA, *Enel 2019-2021 Strategic Plan: Decarbonisation and Customers to Boost Growth and Value Chain*, 20 November 2018）

⁴¹ エネルの 2019 年 6 月末時点での再生可能エネルギーが連結設備容量に占める割合は、約 45.9%となっている。

⁴² Enel SpA, *Enel Launches the World's First "General Purpose SDG Linked Bond", Successfully Placing a 1.5 billion U.S. Dollar Bond on the U.S. Market*, 6 September 2019; Bloomberg NEF, *Enel to Issue World's First Sustainability Linked Bond*, 5 September 2019, p.7

需要に下支えされ、同社のサステナビリティの要素がない通常の債券に比して、資金調達コストが 20bp 程度低くなったとのことである。つまり、SPT が達成できれば、この資金調達コスト低減のメリットを維持できると考えられる。エネルは、投資家層の多様化にもつながった同債券の起債を受けて、欧州で再度発行する意思のあることを明らかにしている⁴³。

サステナビリティ・リンク・ボンドは、資金用途が限定されないといったサステナビリティ・リンク・ローンと共通の特徴を有しており、組織全体でサステナビリティ関連活動に注力している資金調達主体にとっては、新たな資金調達手段の 1 つとなり得るとも考えられる。その一方で、今回のような SPT 達成時の金利低下ではなく、SPT 未達成時の金利上昇といった仕組みは、有利な発行条件等のメリットが前提になるとも考えられる。

金融市場で、今後、新たな仕組みであるサステナビリティ・リンク・ボンドがどの程度浸透するかは、エネルがどれだけ SPT の確実な達成に向けてコミットするか、投資家による需要がどの程度続くか等にもよるとみられ、今後の動きが注目される場所である。

⁴³ “Enel to Replicate Sustainability-Linked Bond in Europe: CEO,” *Bloomberg*, 6 September 2019.