

欧州連合のグリーンボンド基準（EU GBS）案の注目点と今後の展開

江夏 あかね、富永 健司

■ 要 約 ■

1. 欧州委員会が設置したサステナブルファイナンスに関するテクニカル・エキスパート・グループ（TEG）のサブグループは2019年3月6日、欧州連合（EU）のグリーンボンド基準（EU GBS）案を公表した。今回の提案は、欧州委員会が2018年3月8日に採択したアクションプランを受けたものとなっている。
2. EU GBS のモデル案は、世界的に最も浸透しているとみられる国際資本市場協会（ICMA）のグリーンボンド原則（GBP）に類似している点が多いものの、全般的に、より厳格な内容となっている。また、サステナブルファイナンスに確実に資金の流れを振り向けるための提案が複数盛り込まれている。同案をめぐっては、TEG が各ステークホルダーから意見を徴収した上で、2019年6月にも最終報告書を取りまとめる予定となっている。
3. 世界においてグリーンボンドに関する基準やガイドラインは複数存在するが、グリーンボンド市場でEU 諸国の銘柄が約4割を占めていることやEU GBS 案において導入支援策が複数示されていること等に鑑みると、後発とはいえ、EU GBS 案が将来的に世界に広く浸透していく可能性はあると考えられる。発行体・投資家等が環境、社会及びガバナンス（ESG）や持続可能な開発目標（SDGs）への取り組みを強化する一環として、より厳格かつ環境的インパクトが創出される債券として、EU GBS に適合したグリーンボンドを選好することもあり得よう。

I. 欧州委員会の検討組織によるグリーンボンド基準案の公表

欧州委員会が設置したサステナブルファイナンスに関するテクニカル・エキスパート・グループ（TEG）のサブグループは2019年3月6日、欧州連合（EU）のグリーンボンド基準（EU GBS）案を公表した¹。EU では、持続可能な開発目標（SDGs）やパリ協定を受けて、サステナブルファイナンスの確立に向けた取り組みが活発化している。今回の提案は、欧州委員会が2018年3月8日に採択したアクションプランを受けたものとなっている²（図表1参照）。

¹ EU Technical Expert Group on Sustainable Finance, *Report of the Technical Expert Group (TEG) Subgroup on Green Bond Standard: Proposal for an EU Green Bond Standard*, 6 March 2019.

² 欧州委員会によるサステナブルファイナンスに関するアクションプランの詳細については、江夏あかね・富永健司「欧州におけるサステナブルファイナンスの確立に向けた取組み」『野村資本市場クォーターリー』第21巻第4号（2018年春号）、207-219頁、江夏あかね「欧州委員会によるサステナブルファイナンスに関する法整備の提案」『野村資本市場クォーターリー』2018年夏号、1-5頁、を参照されたい。

図表 1 EUにおけるサステナブルファイナンス確立及びグリーンボンド基準設定に関する主な動き

時期	詳細
2015年9月	国際連合、「持続可能な開発目標 (SDGs)」採択
2015年9月	欧州委員会、資本市場同盟のアクションプランを公表
2015年12月	第21回気候変動枠組条約締約国会議 (COP21)において、パリ協定採択
2016年12月	欧州委員会、「サステナブルファイナンスに関するハイレベル専門家グループ」 (HLEG) 設立
2018年1月	HLEG、最終報告書を公表
2018年3月	欧州委員会、サステナブルファイナンスに関するアクションプランを採択
2018年5月	欧州委員会、サステナブルファイナンスに関する法整備案を提案
2018年7月	欧州委員会が設置したサステナブルファイナンスに関するテクニカル・エキスパート・グループ (TEG)、サステナビリティ・タクソノミー (分類枠組み) の策定や、欧州連合 (EU) レベルの公式グリーンボンド基準 (EU GBS) の設定等の検討を開始
2018年12月	TEGの各サブグループ、検討の進捗状況に関するレポートを公表
2018年12月	TEG、気候変動の緩和に焦点を当てたサステナビリティ・タクソノミーに関する最初の意見聴取 (コンサルテーション) を開始 (コンサルテーション期間は2019年2月22日まで)
2019年3月	TEGのサブグループ、EU GBS案を公表
2019年6月	TEG、サステナビリティ・タクソノミー及びEU GBSの最終報告書を公表 (予定)

(出所) 各種資料、より野村資本市場研究所作成

II. 欧州連合のグリーンボンド基準 (EU GBS) 案の概要

EU GBS 案は、11 の推奨提案、EU GBS の根拠・基礎、EU GBS 及び同基準の導入に関する提案、EU GBS の外部評価機関認定の仕組み、EU GBS を支援する潜在的なインセンティブ、EU GBS とグリーンローン市場の相乗効果、といった項目で構成されている。また、EU GBS のモデル案も記されている (図表 2 参照)。

EU GBS のモデル案は、世界的に最も浸透しているとみられる国際資本市場協会 (ICMA) のグリーンボンド原則 (GBP) に類似している点が多いものの、全般的に、より厳格な内容となっている。EU GBS 案の主なポイントとしては、(1) EU GBS 及び EU グリーンボンドの位置付け、(2) グリーンプロジェクトの範囲、(3) グリーンボンド・フレームワークの項目、(4) レポーティングの項目及び雛形、(5) 外部評価の義務付け、(6) 対象とする金融商品の範囲、(7) EU GBS の導入支援策、が挙げられる。

図表 2 EU GBS のモデル案の概要

1. EU GBS の範囲
EU GBS は、GBP 等の市場におけるベストプラクティスを基に作成された、EU 内外の発行体によるグリーンボンド発行の自主的基準である
2. EU GBS の目的
EU GBS の目的は、EU グリーンボンドの中核的要素を提示し、透明性、統合性、一貫性、比較可能性を高めること。最終目的は、グリーン及びサステナブルなプロジェクトへ資金を振り向けること
3. EU グリーンボンドの定義
EU グリーンボンドは、EU 域内外の発行体が発行した上場・非上場債券若しくは資本市場における負債性金融商品で、下記の EU GBS の要件を満たしたもの
1. 発行体のグリーンボンド・フレームワークは、EU GBS に適合した EU グリーンボンドであることを確認したもの
2. 調達資金の全ては、新たな、かつ/又は既存のグリーンプロジェクト（グリーンプロジェクトについてはセクション 4.1 にて定義）のファイナンス又はリファイナンスに充当される
3. EU GBS との適合性は、セクション 4.4 に従い、認定外部評価機関によって検証される
4. EU GBS の中核的要素
4.1. グリーンプロジェクト
EU グリーンボンドの全ての調達資金は、グリーンプロジェクトのファイナンス又はリファイナンスするためのみに充当され、(1) EU 環境目標に対して実質的に貢献すること、(2) 他の目的に重大かつネガティブな影響を与えないこと、(3) 国際労働機関 (ILO) の中核的労働基準と呼ばれる、4 分野 8 条約によって示される最低限の社会的セーフガードの遵守、が求められる。EU 環境目的とは、(1) 気候変動緩和、(2) 気候変動適応、(3) 水及び海洋資源の持続的可能な使用と保護、(4) サーキュラーエコノミーへの移行、廃棄物抑制、リサイクル、(5) 汚染防止及び管理、(6) 健全なエコシステムの保護、を指す
グリーンプロジェクトには、(1) 適格グリーン資産（物的資産、融資等の金融資産）、(2) 適格グリーン資本的支出、(3) 資産価値の向上及び維持に関連した適格グリーン経常支出、(4) 政府、準政府、公的機関による適格グリーン支出、等が含まれる。このうち、適格グリーン支出（項目 2、3、4）については、リファイナンス対象となるプロジェクトの対象期間であるルックバック期間を最大で 3 年とする。適格グリーン資産（項目 1）については、特定のルックバック期間は設けない
4.2. グリーンボンド・フレームワーク
発行体は、グリーンボンド・フレームワークの作成を通じて、発行するグリーンボンドの EU GBS との整合性を示すと共に、調達資金に関する全重要項目、グリーンボンドの戦略及びプロセスを提示する
発行体は、グリーンボンド・フレームワークにおいて次の項目について示す
1. EU グリーンボンド、EU グリーンボンド・プログラムの環境目的、発行体の戦略と環境目的との整合性、発行の根拠
2. 発行体がセクション 4.1 を参照し、適格外部評価機関の支援の下でグリーンプロジェクトが EU タクソノミーに準拠していると判断したプロセス。発行体は、プロジェクトの選定で参照した基準又は認証に関する開示が推奨される
3. EU グリーンボンドによって、ファイナンス又はリファイナンスされるグリーンプロジェクトの説明
4. グリーンプロジェクトに対する貸付又は投資が、EU グリーンボンドに関連付けられるプロセス
5. レポートングに関連して、頻度、EU タクソノミーに関連する中核的インパクト指標の計算に使用される手法及び前提に関する説明
4.3. レポートング
発行体は、調達資金が全てグリーンプロジェクトに対して充当されるまで少なくとも年 1 回、その後については資金配分に重要な変更が生じた場合にレポートングが求められる
レポートングには以下の報告が含まれるものとする
・ EU GBS に準拠しているとの見解
・ 各グリーンプロジェクト又はグリーンプロジェクト・カテゴリーに充当された金額、EU タクソノミー又はグリーンボンド・フレームワークで特定された EU 環境目的に基づくプロジェクトの分類
・ グリーンプロジェクトの性質（資産、資本的支出、経常支出等）
・ グリーンプロジェクトのファイナンスとリファイナンスの割合
・ （可能であれば）グリーンプロジェクトが当該発行体によってファイナンスされる割合
・ グリーンボンド・フレームワークで示された指標に基づくグリーンプロジェクトの実績又は推定された環境的インパクト
・ グリーンプロジェクトの地理的分布
・ グリーンボンド比率（報告時におけるグリーンボンドの発行額合計を債務残高合計で除して算出）
4.4. 検証
発行体は、外部評価機関を指定し、(1) 発行前又は発行時に、最初の外部評価を通じてグリーンボンド・フレームワークがセクション 4.1 及びセクション 4.2 と整合的であること (2) 調達資金の充当後、外部評価を通じて、セクション 4.3 のレポートングに準じて、EU グリーンボンドの充当、実績又は推定されたインパクトの整合性、を確認する
外部評価は発行体のウェブサイト等で EU グリーンボンドの発行前又は発行時に公表される
外部評価機関は認定を受けることが必要となる。具体的な要件として、(1) ビジネス倫理、利益相反、独立性に関する職業行動規範 (2) 専門最低要件及び品質保証管理 (3) 外部評価の標準化された手続き、が含まれる
(出所) EU Technical Expert Group on Sustainable Finance, <i>Report of the Technical Expert Group (TEG) Subgroup on Green Bond Standard: Proposal for an EU Green Bond Standard</i> , 6 March 2019, pp.38-41、より 野村資本市場研究所作成

1. EU GBS 及び EU グリーンボンドの位置付け

ICMA の GBP は 4 要素³が掲げられた上で外部評価が推奨されている。一方、EU GBS のモデル案は、(1) EU GBS の範囲、(2) EU GBS の目的、(3) EU グリーンボンドの定義、(4) EU GBS の中核的要素（グリーンプロジェクト、グリーンボンド・フレームワーク、レポートニング、検証）、との構成になっている。

EU GBS は、(1) EU グリーンボンドの中核的要素を示し、透明性、整合性、一貫性、比較可能性を確保すること、(2) グリーン及びサステナブルなプロジェクトへの資金を振り向けること、を目的としている。同基準は、自主的な手続きに係るものであるが、EU グリーンボンドと定義されるためには、当該グリーンボンドのフレームワークと EU GBS との適合性を認定外部評価機関が検証することが求められるほか、EU GBS に挙げられたグリーンプロジェクトに全て資金を充当する等の要件が掲げられている。なお、これらの要件を満たせば、EU 内のみならず、EU 外の発行体によるグリーンボンドも EU グリーンボンドとして名乗ることができるとされている。

2. グリーンプロジェクトの範囲

ICMA の GBP では、10 のグリーンプロジェクト⁴が示されている。一方、EU GBS では、気候変動緩和をはじめとした 6 つのプロジェクトが挙げられているほか、EU の環境目的に合致していること等の要件も挙げられている。なお、TEG では、投資や金融商品が EU におけるサステナビリティの目的と整合性のあるものか否かを判断する条件・基準となるサステナビリティ・タクソノミー（分類枠組み）を、2022 年 12 月末までの完成を目指して策定を進めており、将来的にはグリーンプロジェクトがタクソノミーの基準と基本的に整合性のあるものになるとしている。

一方、EU GBS では、GBP と同様にリファイナンス目的で調達することが可能とされた。ただし、リファイナンス対象となるグリーンプロジェクトの対象期間（ルックバック期間）について、GBP では特定されていないが、EU GBS では適格グリーン支出については 3 年以内と示された。

3. グリーンボンド・フレームワークの項目

グリーンボンドの資金使途の決定方法は、主に、(1) 当初から資金を充当する個別のプロジェクトを確定し、資金管理を行う方法（個別プロジェクト方式）と、(2) 当初段階では個別のプロジェクトが確定しておらず、資金を充当する範囲と ESG 債として適合する基準を定めて、発行後にプロジェクトを選定する方法（フレームワーク方式）がある。昨今の発行

³ 4 要素は、調達資金の使途、プロジェクトの評価及び選定のプロセス、調達資金の管理、レポートニング。

⁴ 10 のグリーンプロジェクトは、再生可能エネルギー、エネルギー効率、汚染防止及び抑制、生物資源及び土地利用に係る環境的に持続可能な管理、陸上及び水生生物の多様性の保全、クリーン輸送、持続可能な水資源及び廃水管理、気候変動への適応、環境効率の高い、又はサーキュラーエコノミーに適合する製品、生産技術及びプロセス、地域、国または国際的に認められた標準や認証に合致したグリーンビルディング。

事例においては、フレームワーク方式による資金使途の決定が多い傾向にある。

GBP ではフレームワークの内容について特段言及はないが、EU GBS では EU グリーンボンド等の環境目的、発行体の戦略と環境目的の整合性、グリーンボンド発行の根拠をはじめとして、5つの項目が挙げられている。

4. レポーティングの項目及び雛形

GBP では、レポーティングに含まれるべきものとして、調達資金が充当された各プロジェクトのリスト、各プロジェクトの概要、充当された資金の額及び期待される効果、といった項目が掲げられている。一方、EU GBS では、同基準に準拠しているとの見解を始めとして、より多くの項目が挙げられているほか、雛形も示されている。

5. 外部評価の義務付け

GBP では、外部評価の取得が奨励されている一方、EU GBS では認定された外部評価機関からの取得が義務付けられている。推奨提案にもあるように、TEG では、欧州委員会に対して、欧州証券市場機構（ESMA）が一括して EU グリーンボンドの外部評価機関の認定及び監督を行うことを可能とする法整備を行うことを求めている（図表3参照）。そして、移行期間として、EU グリーンボンドに関する自主的な市場ベースの認定委員会の設置も提案している。

図表3 EU GBS 案における 11 の推奨提案の概要

項目	詳細
EU GBS に対する推奨提案	
1	EU GBS は、義務的な法制度としてではなく、自主的な基準として設定すべき
2	EU GBS の導入後3年間を目途に、インパクトを監視し、必要に応じて法的措置を含めた支援策を検討すべき
3	欧州委員会は、欧州証券市場機構（ESMA）が一括して EU グリーンボンドの外部評価機関の認定及び監督を行うことを可能とする法整備を進めるべき
4	欧州委員会の協力の下、移行期間に、EU グリーンボンドに関する自主的な市場ベースの認定委員会を設置すべき
EU GBS 導入を支援するための推奨提案	
5	投資家（特に、機関投資家）は、債券投資戦略を策定する際に、EU GBS で義務付けられている項目を採用するとともに、グリーンボンドの発行体や引受業者と関わる機会に、投資家としてのコミットメントや期待を伝えるべき
6	欧州委員会は、機関投資家に対する EU グリーンボンドの保有等に関する開示の制度をコンプライ・オア・エクスプレイン形式で導入すべき
7	欧州中央銀行（ECB）は、グリーンボンドを購入する際に EU グリーンボンドを嗜好している旨を公表することを通じて、グリーンな金融システムを推進すべき
8	欧州委員会は、欧州投資計画（ユンカープラン）に関わる機関によるグリーンボンドの支援策を奨励することを検討すべき。例えば、投機的等級のグリーンボンドに対する保証の付与等があり得る
9	公的・民間セクターのあらゆる業態の発行体が、今後グリーンボンドを発行する際は、EU GBS に準拠して発行すべき
10	欧州委員会は、発行体に対して外部評価に係る追加コストを支援するための補助金の仕組みを検討すべき
11	欧州委員会は、EU による金融商品に対するエコラベルの仕組みを通じて、EU GBS の導入を促すべき

(出所) EU Technical Expert Group on Sustainable Finance, *Report of the Technical Expert Group (TEG)*

Subgroup on Green Bond Standard: Proposal for an EU Green Bond Standard, 6 March 2019, pp.6-7、より

野村資本市場研究所作成

6. 対象とする金融商品の範囲

GBP では、債券（標準債、レベニュー債、プロジェクト債、証券化債）を対象としている。EU GBS 案では、金融商品の範囲は、EU GBS の要件を満たす債券であれば、形式（上場・非上場、公募・私募）、ストラクチャー（資産担保証券〔ABS〕、カバードボンド、プロジェクトボンド、金融セクター債、社債）を問わずに対象となると記されている。一方、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）によるグリーンローン原則（GLP）の適合性を確認したグリーンローンが増加している状況等を踏まえ、EU GBS がローン市場にとっても有用な参照情報になることを目指すとしている⁵。ただし、ローンに関する具体的な案については、今後検討すると記されている。

7. EU GBS の導入支援案

EU GBS 案では、11 の推奨提案が最初に記されており、そのうち 4 項目は EU GBS そのものに対するもので、残りの 7 項目が EU GBS の導入を支援するための内容となっている（図表 3 参照）。その内容は、欧州委員会に対するもののみならず、機関投資家、欧州中央銀行（ECB）、発行体といった EU のグリーンボンド市場の各ステークホルダーに幅広く提案するものとなっている。興味深いのは、アクションプランでは特段言及されていかなかったが、EU GBS 案で、欧州委員会に対して、日本を始めとしたいくつかのアジアの国でみられるような外部評価コストに係る補助金の仕組みも提案されている点である。

III. 今後の注目点

EU GBS 案は、全般的に ICMA の GBP よりも厳格な内容となっている上、サステナブルファイナンスに確実に資金の流れを振り向けるための提案が複数盛り込まれている。同案をめぐるのは、TEG が各ステークホルダーから意見を徴収した上で、2019 年 6 月にも最終報告書を取りまとめる予定となっている。

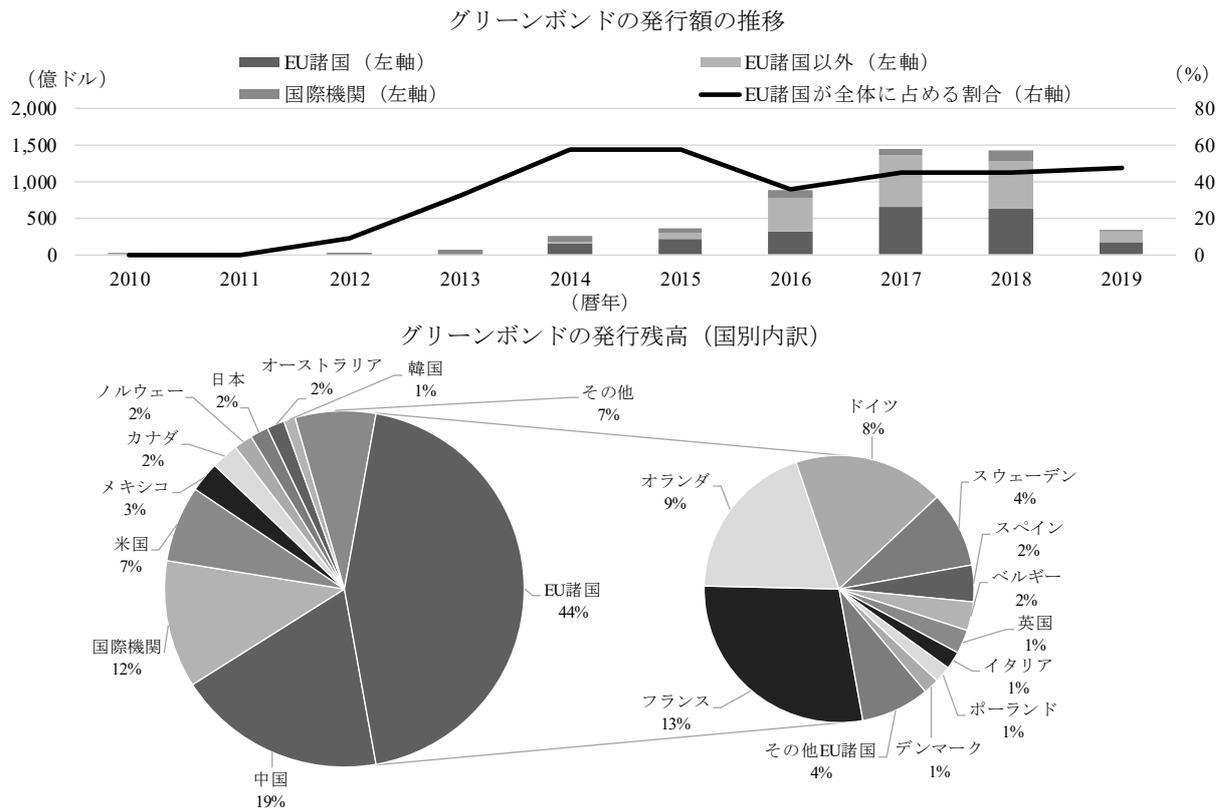
グリーンボンドに関してはこれまで、GBP 以外にも、いくつかの主体が基準やガイドラインを公表している。例えば、英国の非営利団体である気候債券イニシアチブ（CBI）による気候ボンド基準（CBS）、中国における中国人民銀行及び国家発展委員会によるグリーンボンドガイドライン、日本の環境省による「グリーンボンドガイドライン 2017 年版」、ASEAN 資本市場フォーラム（ACMF）によるグリーンボンド基準（GBS）等である。また、国際標準化機構（ISO）でもグリーンボンドに関する国際規格（ISO14030）の制定作業を進めている。

世界においてグリーンボンドに関する基準やガイドラインは複数存在するが、グリーンボンド市場で EU 諸国の銘柄が約 4 割を占めていることや EU GBS 案において導入支援策

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。

が複数示されていること等に鑑みると、後発とはいえ、EU GBS 案が将来的に世界に広く浸透していく可能性はあると考えられる（図表 4 参照）。発行体・投資家等が環境、社会及びガバナンス（ESG）や SDGs への取り組みを強化する一環として、より厳格かつ環境的インパクトが創出される債券として、EU GBS に適合したグリーンボンドを選好することもあり得よう。2019 年 6 月に公表予定の最終報告書が待たれるところである。

図表 4 EU 諸国によるグリーンボンドの発行状況



(注) 発行額（2019年3月末時点）は、ブルームバーグによるグリーンボンドの判定基準に基づく。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