

## 公的セクターの SDGs 債の発展と展望

### ーコロナ禍での論点ー

江夏 あかね

#### ■ 要 約 ■

1. 調達資金が持続可能な開発目標（SDGs）に貢献する事業に充当される SDGs 債市場においては、公的セクターの発行体による SDGs 債からその歴史が始まり、市場の成長に大きく寄与してきた。世界における公的セクターの発行体（国際機関、地方公共団体、政府系機関、ソブリン）による SDGs 債の発行残高は 2020 年 9 月末時点で、約 4,911 億ドルと、SDGs 債全体（約 1 兆 832 億ドル）の約 45%を占めている。
2. 新型コロナウイルス感染症への対応を目的とした、いわゆる「コロナ債」のうち、国際資本市場協会（ICMA）のソーシャルボンド原則（SBP）等に適合する形で発行されているコロナ SDGs 債の発行残高は 2020 年 9 月末時点で約 381 億ドルとなっている。そのうち、約 6 割に当たる約 233 億ドルが公的セクターの発行体によるものとなっている。
3. 新型コロナウイルス感染症問題も経て、世界の環境・社会課題解決に当たり、公的セクターが引き続き重要な役割を果たすとともに、サステナブルファイナンスも通じて課題解決に取り組むことが大切であることが再認識された。今後の公的セクターの発行体による SDGs 債市場を見据えた場合、例えば、（1）パブリック・ガバナンス、（2）インパクト、（3）IR・開示、といった論点が注目を集める可能性がある。
4. 特に、パブリック・ガバナンスの観点からは、「ガバメントからガバナンスへ」の考え方にに基づき、各公的セクター発行体が真に担うべき役割を効率的かつ効果的に執行しているかといった点が、公的セクターSDGs 債への投資を ESG の尺度から考える際により重要になると予想される。

#### 野村資本市場研究所 関連論文等

- ・江夏あかね「新型コロナウイルス感染症とサステナブルファイナンス」『野村サステナビリティクォーターリー』第1巻第1号（2020年春号）。
- ・江夏あかね「新型コロナ問題を踏まえた公立病院の持続可能性とソーシャルボンドによる資金調達」『野村サステナビリティクォーターリー』第1巻第2号（2020年夏号）。
- ・江夏あかね、富永健司「ウィズコロナ時代のソブリンの資金調達ーソブリン SDGs 債の可能性ー」『野村サステナビリティクォーターリー』第1巻第2号（2020年夏号）。

## I SDGs債市場の成長に寄与してきた公的セクター

調達資金が持続可能な開発目標（SDGs）に貢献する事業に充当されるSDGs債<sup>1</sup>市場においては、公的セクターの発行体によるSDGs債からその歴史が始まり、市場の成長に大きく寄与してきた。例えば、（1）グリーンボンドは欧州投資銀行（EIB）が2007年6月に発行した「気候変動への認知度を高めるための債券」（Climate Awareness Bond、CAB）が世界初<sup>2</sup>、（2）ソーシャルボンドは、予防接種のための国際金融ファシリティ（IFFIm）が2006年11月に発行したワクチン債が世界初<sup>3</sup>、（3）サステナビリティボンドはフランスのノール・パ・ド・カレー州（現在のオー・ド・フランス州）が2008年12月に発行したのが世界初<sup>4</sup>、と言われている。

本稿では、公的セクター（国際機関、地方公共団体、政府系機関、ソブリン）に焦点を当て、全体及び各サブセクターにおける新型コロナウイルス感染症対応を目的とした「コロナSDGs債」を含めたSDGs債の発行状況や事例を概観した上で、今後の注目点を論考する。なお、本稿においては、特段の言及がない限り、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を総称したものをSDGs債として記す。また、ブルームバーグのデータベースによる2020年9月末時点の数値に基づき、分析する。

## II 世界におけるSDGs債の発行状況

本章では、世界におけるSDGs債市場で、公的セクターの発行体によるSDGs債が占める状況等を概観した上で、「コロナSDGs債」の発行動向を分析する。

### 1. 世界の公的セクターの発行体によるSDGs債の発行状況

世界の金融市場では、資金使途や充当目的を明示した債券（テーマ債、社会的責任投資〔SRI〕債、社会貢献型債券）の発行が21世紀に入った頃から徐々に増えていった。そして、2006年4月に提唱された「責任投資原則」（PRI）で、投資の意思決定プロセスに環境・社会・ガバナンス（ESG）の観点を受託者責任の範囲内で組み込むべきとされたこと

<sup>1</sup> 日本証券業協会によると、SDGs債は、調達資金がSDGsに貢献する事業に充当される債券であり、SDGsの中でも環境・社会へのポジティブなインパクトを有し、一般的にスタンダードとして認められている原則（例えば、国際資本市場協会〔ICMA〕によるグリーンボンド原則、ソーシャルボンド原則、サステナビリティボンド・ガイドラインなど）に沿った債券や、事業全体がSDGsに貢献すると考えられる機関が発行し、インパクト（改善効果）に関する情報開示が適切になされている債券が含まれる。（日本証券業協会「SDGsに貢献する金融商品に関するガイドブック」4頁）

<sup>2</sup> なお、世界銀行は2008年、世界で初めてグリーンボンドとの名称で債券を発行している。（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、世界銀行「グリーンボンドとは?」2015年、24頁）

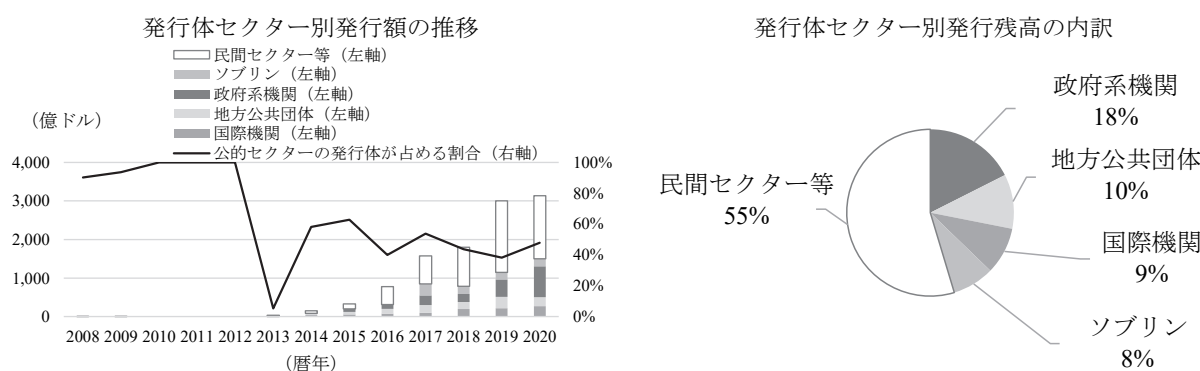
<sup>3</sup> Peter Munro, “Social Bonds: Fresh Momentum”, *Quarterly Report*, Issue No.44, International Capital Market Association, 10 January 2017, p.13; International Finance Facility for Immunisation, *International Finance Facility for Immunisation Issues Inaugural Bonds*, 7 November 2006.

<sup>4</sup> ブルームバーグのデータベースに基づく。

に加え、2010年代に入って国際資本市場協会（ICMA）等がグリーンボンド等に関する原則・ガイドラインを策定・公表したこともあり、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を中心にSDGs債市場が発展していった。

SDGs債市場では当初、持続可能な社会の実現に向けた環境的・社会的課題の解決に向けて公的セクターが担う部分が多いこともあり、国際機関を始めとした公的セクターの発行体による発行が中心だった。しかし、2012年頃から金融機関や事業会社による発行が増え始め、2015年のSDGsやパリ協定といった国際的合意もあり、発行体が民間セクターにも広がっていった（図表1左参照）。それでも、世界における公的セクターの発行体によるSDGs債の発行残高は2020年9月末時点で、約4,911億ドルと、世界のSDGs債全体（約1兆832億ドル）の約45%を占めている（図表1右参照）。

図表1 世界のSDGs債の発行状況



(注) 発行額及び発行残高（2020年9月末時点）は、ブルームバーグによるグリーンボンド、ソーシャルボンド及びサステナビリティボンドの判定基準に基づく。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

## 2. 日本の発行体による公的セクターSDGs債の発行状況

日本の発行体によるSDGs債市場は、2010年代半ば頃から発行額が増加している。初めてとされるのは、日本政策投資銀行（DBJ）が2014年9月に海外で起債したグリーンボンドである。そして、日本の発行体による日本国内におけるSDGs債は、2016年9月にソーシャルボンドを発行した国際協力機構（JICA）が最初とされる。

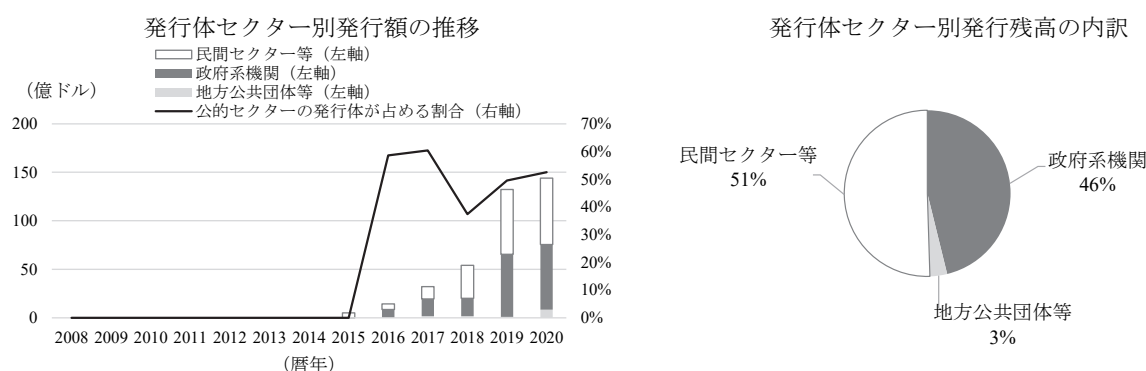
日本の発行体によるSDGs債は当初、政府系機関や金融機関による海外での起債が中心だったが、2017年頃から日本国内での発行額も伸びていった（図表2左参照）。これは、2017年度からの環境省によるグリーンボンド支援策が大きく寄与していると考えられる。支援策の中心は、2017年度からグリーンボンド発行モデル創出事業<sup>5</sup>、2018年度からグ

<sup>5</sup> 環境省による国内におけるグリーンボンドの普及を図ることを目的とした「グリーンボンドガイドライン」に準拠し、かつ、モデル性を有すると考えられるグリーンボンドの発行事例について情報発信を行う事業。公募で選定されたモデル発行事例は、環境省と請負事業者によりスキームについてグリーンボンドガイドラインに定める「期待事項」との適合性が確認され、適合している場合は、その旨の情報発信が行われる。（環境省グリーンボンド発行促進プラットフォーム「グリーンボンド関連政策等」）

リーンボンド発行促進体制整備支援事業（補助事業）<sup>6</sup>である。特に、補助事業では、一定の要件を満たせば、外部評価の取得コスト等の負担が軽減されることもあり、事業会社を中心に多くの発行体がグリーンボンドの発行に取り組み、民間セクターの様々な業種でSDGs債の発行が行われるようになった。なお、民間セクターの発行体によるSDGs債の発行増加は、日本経済団体連合会が2017年11月、Society 5.0の実現を通じたSDGsの達成を柱とした企業行動憲章の改定を行ったことも起因している可能性がある。

このように、日本の発行体をめぐって、民間セクターの発行体によるSDGs債の発行が活発ではあるが、それでも、公的セクターの発行体によるSDGs債の発行残高は約189億ドルと、日本の発行体によるSDGs債全体（約382億ドル）の約半分を占めている（図表2右参照）。

図表2 日本の発行体によるSDGs債の発行状況



(注) 1. 発行額及び発行残高（2020年9月末時点）は、ブルームバーグによるグリーンボンド、ソーシャルボンド及びサステナビリティボンドの判定基準に基づく。ドル換算ベース。  
 2. 地方公共団体等には、地方公共団体の他、地方公共団体金融機構、地方三公社が含まれる。  
 (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

### 3. 新型コロナウイルス感染症への対応を目的とした「コロナSDGs債」の発行状況

新型コロナウイルス感染症への対応を目的とした、いわゆる「コロナ債」は2020年2月から発行が始まり、2020年9月末時点の発行総額は約3,565億ドルに達している（図表3左上参照）。しかし、ICMAのソーシャルボンド原則（SBP）等に適合する形で発行されているコロナSDGs債は同時点で、約381億ドルとコロナ債全体の約1割にとどまっている（図表3右上参照）。

コロナSDGs債は、ソーシャルボンドが大部分となっているほか、国際機関、政府系機関を中心とした公的セクターの発行体によるSDGs債が全体の約6割（約233億ドル）を

<sup>6</sup> 環境省によるグリーンボンドを発行しようとする企業・地方公共団体等に対して、発行支援（外部レビュー付与、グリーンボンドフレームワーク整備のコンサルティング等）を行う者に対し、その支援に要する費用を補助する制度。（環境省グリーンボンド発行促進プラットフォーム「グリーンボンド関連政策等」）

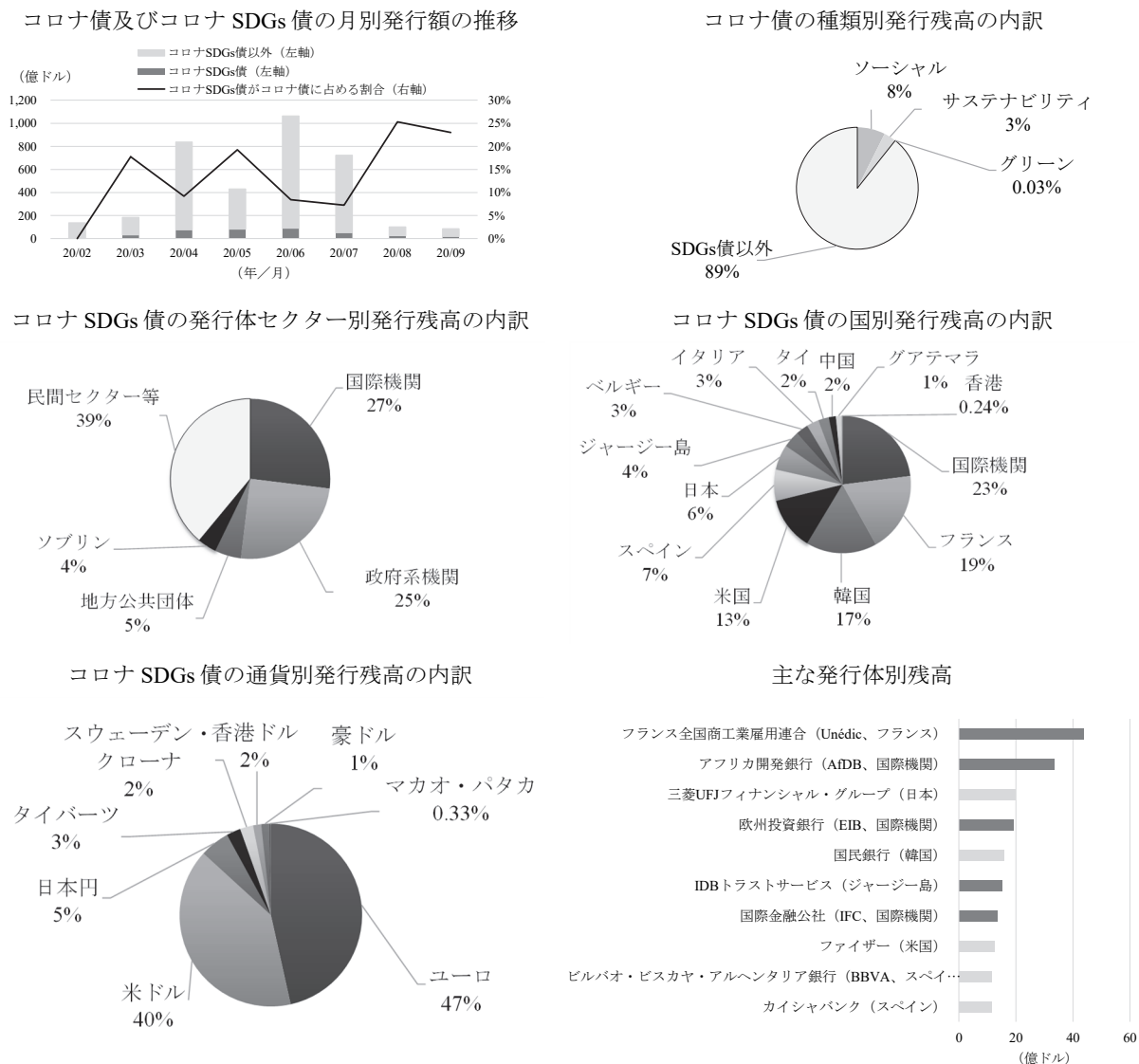
占めている（図表 3 右上及び左中参照）。一方、国別では国際機関、フランス、韓国と続いており、通貨別では、ユーロが全体の 5 割弱、米ドルが同 4 割となっている（図表 3 右中及び左下参照）。

世界初のコロナ SDGs 債は、2020 年 3 月 5 日に発行された中国銀行マカオ支店によるソーシャルボンドだった。その後、国際金融公社（IFC）、ICMA、オランダの外部評価機関のサステナビリティクスが新型コロナウイルス感染症関連ソーシャルボンドの資金使途等の考え方を整理、公表したことも背景に、コロナ SDGs 債の発行が相次ぐようになった<sup>7</sup>。公的セクターによる SDGs 債では、IFC による 2020 年 3 月 20 日に発行されたソーシャルボンドが初めてで、その後、他の国際機関、政府系機関、地方公共団体、ソブリンに広がっていった経緯がある。なお、2020 年 9 月末時点で、コロナ SDGs 債の発行残高が最も大きい発行体は、フランスの失業保険を管理・運営する公益法人の全国商工業雇用連合（Unédic）で、2020 年 5 月 25 日にソーシャルボンドを発行した（図表 3 右下参照）。一方、日本の発行体によるコロナ SDGs 債は、三菱 UFJ フィナンシャル・グループが 2020 年 6 月 9 日に発行したサステナビリティボンドが初めてである。

---

<sup>7</sup> 詳細は、江夏あかね「新型コロナウイルス感染症とサステナブルファイナンス」『野村サステナビリティクォーターリー』第 1 巻第 1 号（2020 年春号）を参照されたい。

図表3 新型コロナウイルス感染症への対応を目的としたSDGs債（コロナSDGs債）の発行状況



(注) 1. 発行残高（2020年9月末時点）は、ブルームバーグに基づき、資金用途がパンデミックとされたものを抽出し、同社のグリーンボンド、ソーシャルボンド及びサステナビリティボンドの判定基準により分類。証券化商品を除く。ドル換算ベース。  
 2. 主な発行体別残高は、発行残高が多い順に10の発行体の残高を表示。濃い灰色の棒グラフは、公的セクターの発行体分。

(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

### Ⅲ 各サブセクターにおけるコロナ禍も含めた SDGs 債関連の取組み

本章では、公的セクターの各サブセクターについて、(1) 国際機関、(2) 地方公共団体等、(3) 政府系機関、(4) ソブリン、の順に発行状況及びコロナ禍での発行事例を取り上げる。

#### 1. 国際機関

##### 1) 国際機関 SDGs 債の発行状況

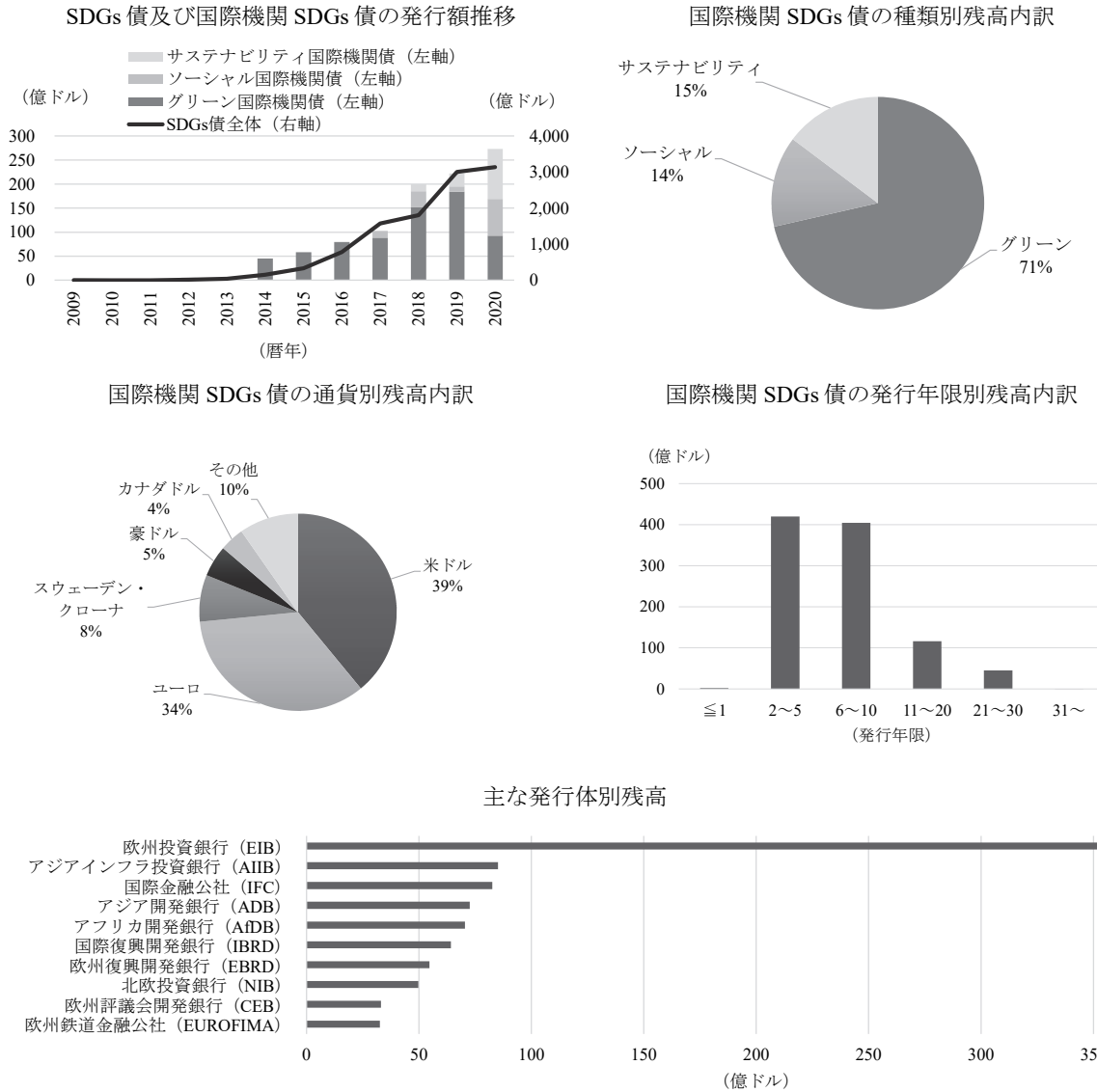
国際機関は、国という単位を超えて、国際的に解決すべき課題等に取り組む組織であり、資金用途を明示するテーマ債を比較的早いタイミングで発行し始めたことも起因し、SDGs 債による資金調達も 2000 年代後半頃から行われている。国際機関 SDGs 債の 2020 年 9 月末時点の残高（合計約 988 億ドル）に基づくと、(1) 種類別ではグリーンボンドが全体の約 7 割、(2) 通貨別では米ドルとユーロで全体の約 4 分の 3、(3) 平均発行年限は約 8 年となっている（図表 4 参照）。国際機関の特徴としては、事業全体が SDGs に貢献することや機関によっては ICMA の原則策定等に関わっていることもあり、外部評価を必ずしも取得しているわけではないことが挙げられる。それでも、国際機関は、全般的にインパクトレポーティングを含めた SDGs 債に関する情報開示を積極的に行う傾向がある。

国際機関は、新型コロナウイルス感染症問題をめぐって多くの役割を担っており、前述の IFC によるソーシャルボンドを始めとして複数の機関がソーシャルボンドやサステナビリティボンドを発行している。そのため、国際機関の種類別内訳の構成は今後、ソーシャルボンドやサステナビリティボンドのウェイトが増えていくと想定される<sup>8</sup>。

本稿では、SDGs 債市場で長い歴史を有し、かつ新型コロナウイルス感染症対応を目的とした SDGs 債の発行に国際機関として比較的早いタイミングから取り組み始めたという点から、EIB による新型コロナウイルス感染症対応を目的としたサステナビリティボンドの事例を取り上げる。

<sup>8</sup> なお、欧州連合（EU）は 2020 年 10 月 27 日、加盟国向け融資プログラム「緊急時失業リスク緩和支援（SURE）」を資金用途としたソーシャルボンド（100 億ユーロ〔発行年限 10 年〕、70 億ユーロ〔発行年限 20 年〕）を発行した。（European Commission, *European Union EUR 17 Billion Dual tranche Bond Issue due October 4th, 2030 and 2040*, 20 October 2020）

図表4 国際機関によるSDGs債の発行状況



(注) SDGs債の発行額(2020年9月末時点)は、ブルームバーグによるグリーンボンド、ソーシャルボンド及びサステナビリティボンドの判定基準に基づく。証券化商品を除く。主な発行体別残高は、発行残高が多い順に10の発行体の残高を表示。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



## 2) 欧州投資銀行 (EIB) による新型コロナウイルス感染症対応を目的としたサステナビリティボンド

欧州投資銀行 (EIB) は、1958 年に設立された欧州連合 (EU) の融資機関である。同行は、気候、環境、イノベーション・スキル、インフラ、中小企業、結束、開発といった優先分野に関する EU 域内のプロジェクトを中心に投融資を行っている<sup>9</sup>。EIB の総資産は 2019 年 12 月末現在、約 6,160 億ユーロ、貸出金残高は約 1,660 億ユーロに上っている<sup>10</sup>。

EIB は、前述のとおり、世界で初めてのグリーンボンドとされる「気候変動への認知度を高めるための債券」(CAB) を 2007 年 6 月に発行開始した。そして、欧州委員会が 2018 年 3 月に採択したサステナブルファイナンスに関するアクションプラン<sup>11</sup>も背景に、2018 年 9 月にサステナビリティボンドに当たる「持続可能性への認知度を高めるための債券」(Sustainability Awareness Bond、SAB) の発行を開始するなど、EIB は SDGs 債市場では最も長い歴史を有する発行体の 1 つとして位置付けられている<sup>12</sup>。

SAB の適格プロジェクトは、発行開始当初、上水道、排水改修・処理、治水だった。しかし、EU が制定するサステナブルな経済活動を定義する分類枠組みであるタクソノミーも踏まえて、2019 年 9 月にプロジェクトの対象を保健、教育にも拡張した<sup>13</sup>。EIB の SAB は、CAB と同様に外部評価は取得していないが、フレームワーク<sup>14</sup>は ICMA のグリーンボンド原則 (GBP)、SBP 及びサステナビリティボンド・ガイドライン (SBG) に適合する内容となっている<sup>15</sup>。

EIB は、新型コロナウイルス感染症問題に対応すべく、(1) 初動対応として欧州企業支援を目的とした最大 280 億ユーロのパッケージを準備、(2) 保健セクターのプロジェクトへの資金供給 (約 60 億ユーロのパイプライン)、(3) 約 250 億ユーロの保証基金の設立、(4) EU 域外の国々における新型コロナウイルス感染症に対する EU の対応への拠出 (約 52 億ユーロ)、等の財務面での対応を打ち出した<sup>16</sup>。そして、財源確保の一環として、一定の要件を満たす新型コロナウイルス感染症対応を資金使途とした SAB を、2020 年 3~5 月にかけて異なる発行通貨及び償還年限で 3 銘柄発行

<sup>9</sup> European Investment Bank, *Our Priorities*.

<sup>10</sup> 国際財務報告基準 (IFRS) に基づく数値。貸出金残高には預け金も含む。

<sup>11</sup> 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に関しては、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、を参照されたい。

<sup>12</sup> 欧州投資銀行によるサステナブルファイナンスに関しては、林宏美「サステナブル・ファイナンス・ハブを目指すルクセンブルク」及び「サステナブル・ファイナンスに特化したルクセンブルク・グリーン取引所」『野村サステナビリティクォーターリー』第 1 巻第 2 号 (2020 年夏号)、も併せて参照されたい。

<sup>13</sup> EU のタクソノミーに関しては、江夏あかね「欧州議会と欧州連合理事会による EU タクソノミー規制案に関する合意—サステナブルファイナンスの基軸が本格導入へ—」『野村資本市場クォーターリー』2020 年冬号、1-7 頁、を参照されたい。

<sup>14</sup> フレームワークは、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 SDGs 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もので、一般的に ICMA の GBP 等に定められている 4 つの項目についてまとめられる。

<sup>15</sup> European Investment Bank, *Sustainability Awareness Bonds*.

<sup>16</sup> European Investment Bank, *EIB Capital Markets Newsletter: EIB Group Covid-19 Response News Letter*, May 2020.

した（図表5参照）。

同起債において掲げられた要件とは、国家若しくは国際的な保健の緊急時対応及び準備計画に沿ったもので、かつ策定が進められているEUのサステナブル・タクソノミーの技術的スクリーニングに基づくというものである。そして、SABの主な資金使途は、国の保健当局、病院、検査施設及びネットワークの支援等となっている（図表6参照）。

2020年9月末時点までに発行された新型コロナウイルス感染症対応を資金使途としたSABは、金融市場で円滑に消化された。ちなみに、豪ドル建てのSABは、日本のかんぽ生命が発行額の全額を購入した<sup>17</sup>。EIBは、新型コロナウイルス感染症対応を資金使途としたSABの意義として、医療への投資ニーズと資本市場を直接結び付けられたとの考えを示している<sup>18</sup>。EIBの場合、長年に渡ってサステナブルファイナンスによる資金調達を行ってきた経緯がある上、SABの適格プロジェクトの範囲を2019年9月に拡充していたこともあり、新型コロナウイルス感染症対応を目的としたSABを機動的に発行することが可能になったと言える。

図表5 EIBによる新型コロナウイルス感染症対応を資金使途としたSABの一覧

条件決定日	発行額	発行年限	投資家層
2020年3月31日	30億スウェーデン・クローナ	3年	<ul style="list-style-type: none"> <li>地域別内訳：スウェーデン（87%）、デンマーク（10%）、英国（2%）、日本（1%）</li> <li>業態別内訳：銀行（42%）、アセットマネージャー（28%）、事業会社（16%）、年金・保険（13%）、その他（1%）</li> </ul>
2020年4月2日	10億ユーロ	8年	<ul style="list-style-type: none"> <li>地域別内訳：フランス（27%）、オーストリア・ドイツ、スイス（15%）、ベルギー・オランダ・ルクセンブルク（15%）、その他欧州（15%）、英国（10%）、米国・アジア太平洋（18%）</li> <li>業態別内訳：アセットマネージャー（45%）、銀行（32%）、中央銀行・公的機関（14%）、年金・保険（8%）、その他（1%）</li> </ul>
2020年5月12日	3.5億豪ドル	10年	<ul style="list-style-type: none"> <li>かんぽ生命保険</li> </ul>

（注） 2020年9月末現在

（出所） European Investment Bank, *New SEK 3bn 3-year SAB Highlights EIB's Action against Covid-19 Pandemic*, 1 April 2020; European Investment Bank, *Investors Snatch EUR 1bn 8-year SAB and Join Forces with the EU Bank against COVID-19*, 3 April 2020; European Investment Bank, *First AUD SAB Seals Japan Post Group's Engagement against COVID-19*, 14 May 2020、より野村資本市場研究所作成

<sup>17</sup> かんぽ生命保険「『Sustainability Awareness Bond（持続可能性への認知度を高める債券）』への投資～新型コロナウイルス感染症対策を支援～」2020年5月19日。

<sup>18</sup> European Investment Bank, *Investors Snatch EUR 1bn 8-year SAB and Join Forces with the EU Bank against COVID-19*, 3 April 2020.

図表 6 EIBによる新型コロナウイルス感染症対応を資金使途とした SABの主な資金使途

- 〔国の保健当局、病院、検査施設及びネットワークの支援等〕
- ・ 医療用及び非医療用の機器（人工呼吸器、ベッド、在宅ケア機器を含む）
  - ・ 事業施設を救急・集中治療室に転換（医療用ガス、電源、上下水道、廃棄物管理等）
  - ・ モバイルユニット（コンテナ病院、モバイル診断及び滅菌ユニット）
  - ・ 医療体制の再構成（新型コロナウイルス感染症対応のための一時的な単一専門施設、除去費用等）
  - ・ あらゆる種類の貯蔵品及び消耗品（シングル／マルチ・ユース）
  - ・ 人件費（訓練と研究者への給与）
  - ・ 車両、輸送機器及び輸送コスト
  - ・ 設備・建築物の緊急的メンテナンス及び修繕
  - ・ IT・通信システム・機器（監視、診断、モデリング）
  - ・ 民間病院施設及びサービス提供者の疫学的、臨床的及び支援サービスのための契約料／支払い（例えば、民間病院のベッド、機器レンタル、診断サービス）、サプライチェーンマネジメント及び倉庫保管施設（賃貸料等の運営費を含む）
  - ・ サプライチェーン管理及び倉庫/保管施設（賃貸料等の運営費を含む）

〔出所〕 European Investment Bank, *New SEK 3bn 3-year SAB Highlights EIB's Action against Covid-19 Pandemic*, 1 April 2020、より野村資本市場研究所作成

## 2. 地方公共団体等

### 1) 地方公共団体等 SDGs 債の発行状況

地方公共団体等に関しては、2000年代後半頃から広域自治体、基礎自治体に加え、地方共同資金調達機関、公社等の関連組織も SDGs 債の発行に取り組んでいる。地方公共団体等 SDGs 債の2020年9月末時点の残高（合計約1,140億ドル）に基づくと、

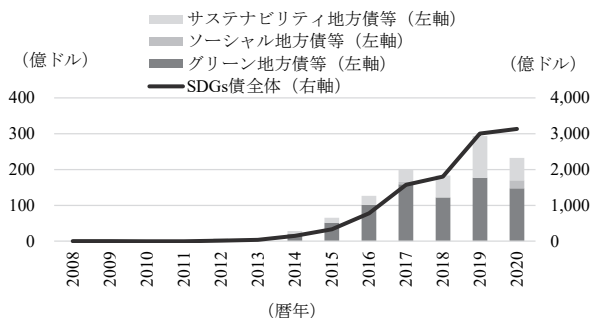
- (1) 種類別ではグリーンボンドが全体の約7割及びサステナビリティボンドが約3割、
- (2) 国別では、米国が全体の4割を占め、ドイツ、スウェーデン等の先進国がほとんど、
- (3) 通貨別では米ドルとユーロで全体の約8割、
- (4) 米国の地方公共団体等による SDGs 債の資金使途は、上下水道、交通、地方債銀行<sup>19</sup>等が続く状況<sup>20</sup>、
- (5) 平均発行年限は約14年となっている（図表7参照）。

<sup>19</sup> 地方債銀行とは、米国の州政府が地方政府の社会整備を促進するために設立した公的金融機関。（秋山義則「アメリカの州・地方債—民間信用補完と州信用支援を中心に—」日本地方財政学会編『財政危機と地方債制度〔日本地方財政学会研究叢書〕』勁草書房、2002年、126頁）

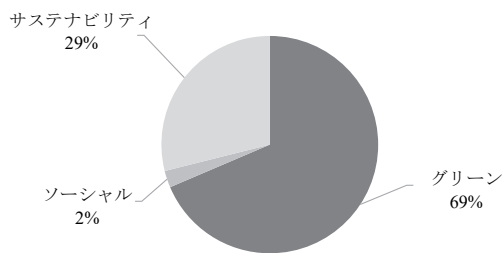
<sup>20</sup> ブルームバーグでは、米国地方債のみ、SDGs 債の資金使途のデータベースが存在しているとみられる。

図表7 地方公共団体等によるSDGs債の発行状況

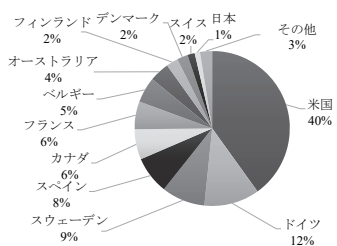
SDGs債及び地方公共団体等SDGs債の発行額推移



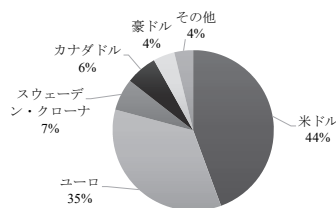
地方公共団体等SDGs債の種類別残高内訳



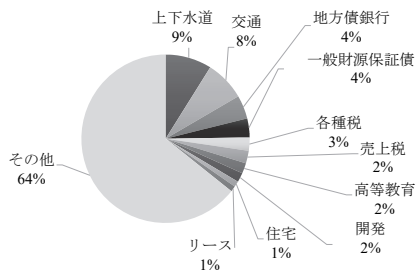
地方公共団体等SDGs債の国別残高内訳



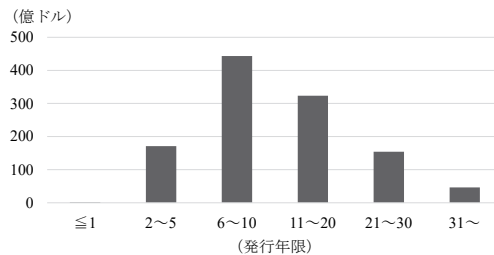
地方公共団体等SDGs債の通貨別残高内訳



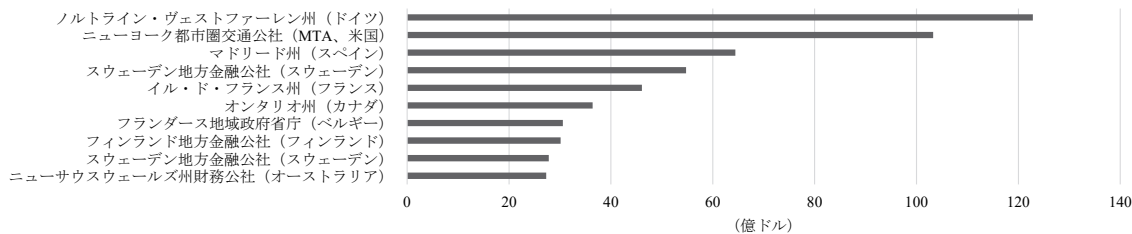
米国地方公共団体等SDGs債の資金使途別残高内訳



地方公共団体等SDGs債の発行年限別残高内訳



主な発行体別残高



(注) 1. 発行額及び発行残高(2020年9月末時点)は、ブルームバーグによるグリーンボンド、ソーシャルボンド及びサステナビリティボンドの判定基準に基づく。証券化商品を除く。主な発行体別残高は、発行残高が多い順に10の発行体の残高を表示。ドル換算ベース。  
 2. 地方公共団体等には、地方公共団体の他、関連組織(地方共同資金調達機関、公社等)が含まれる。  
 (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

日本の発行体としては2020年9月末時点で、4つの団体等がSDGs債を発行している。2017年度からグリーンボンドの継続発行を続けている東京都、2019年度にグリーンボンドを発行した地方公共団体金融機構に加え、2020年度にソーシャルボンドを発行した大阪府住宅供給公社及び東京都住宅供給公社が挙げられる。なお、2020年度については、東京都に加え、長野県が2020年10月16日、神奈川県が2020年11月4日にグリーンボンドを発行した。

地方公共団体等の場合、ソーシャルボンドについては、2017年11月のバイエルン州立銀行による起債が初めてで、2019年まで他の団体による発行はなかった。しかし、2020年に入って新型コロナウイルス感染症問題に対応すべく、例えばスペインのマドリード州、ベルギーのワロン地域等がソーシャルボンドを発行しているほか、日本でも前述の大阪府住宅供給公社や東京都住宅供給公社が起債に取り組んでいる<sup>21</sup>。一方、サステナビリティボンドの発行は、2019年頃から欧州を中心とした発行体による比較的大規模の起債が続いている。

以下では、SDGs債市場で長い歴史を有するフランスのイル・ド・フランス州による新型コロナウイルス感染症対応を目的としたグリーン及びサステナビリティボンドの事例を取り上げる。

## 2) フランスのイル・ド・フランス州による新型コロナウイルス感染症対応を目的としたグリーン及びサステナビリティボンド

イル・ド・フランス州は、パリ市を内包するフランス最大の州で、人口約1,220万人（2019年1月1日時点、フランス全体の約2割）を抱え、州内GDPは約7,340億ユーロ（2018年、同約3割）に達している。イル・ド・フランス州の当初予算の規模は約49.9億ユーロ（2020年）で、債務残高もほぼ同規模の約53.84億ユーロ（2019年末）である。

資金調達についてはこれまで、フランスの地方公共団体として初めて2001年にユーロ・ミディウムタームノート（MTN）プログラムを導入、コマーシャル・ペーパー（CP）を2002年に発行開始するなど、調達の多様化を進めてきた。同州の債務残高のうち、約8割が公募債で占められている<sup>22</sup>。

イル・ド・フランス州は長らく、持続可能な発展に向けた施策を展開していたが、社会的責任投資（SRI）の投資家等によるグリーンボンドへの需要も背景に、2012年3月に初めてとなる「グリーン及びサステナビリティボンド」を公募債として発行し

<sup>21</sup> マドリード州及びワロン地域のソーシャルボンドの詳細に関しては、江夏あかね「新型コロナ問題を踏まえた公立病院の持続可能性とソーシャルボンドによる資金調達」『野村サステナビリティクォーターリー』第1巻第2号（2020年夏号）、を参照されたい。

<sup>22</sup> 2019年末時点の債務残高の内訳は、公募債（78.9%）、私募債（8.6%）、債務証券（Schuldschein、0.9%）、欧州投資銀行（EIB）からの借入（7.4%）、フランス預金供託公庫（CDC）からの借入（4.2%）。（Île-de-France, *Green and Sustainability Financing: Investor Presentation*, June 2020, p.28）

た<sup>23</sup>。その後も発行を継続しており、2015年には公募債のみならず、私募債も起債したほか、タップ発行<sup>24</sup>にも取り組んでいる。同州のグリーン及びサステナビリティボンドのフレームワークは、7つの適格カテゴリーで構成されており、欧州の評価機関であるヴィジオ・アイリスが GBP 及び SBP との適合性を確認したとの、セカンド・パーティ・オピニオンを公表している<sup>25</sup>。

イル・ド・フランス州では、新型コロナウイルス感染拡大に伴う初動対応として、約13億ユーロの再生計画を策定した<sup>26</sup>。同計画にはデジタルへの移行加速、中小企業への支援とプロダクト・チェーンの転換、医療専門家への支援、パフォーマンスアーツ部門への緊急資金提供等の施策が盛り込まれている。そして、同州のグリーン及びサステナビリティボンドのフレームワークについても新型コロナウイルス感染症対応に鑑み、住民に役立つ社会及び保健活動の一環として、保健インフラの改善等の新たなサブカテゴリーを設定した（図表8参照）。ヴィジオ・アイリスも、これを踏まえてセカンド・パーティ・オピニオンを更新した。そして、同州は2020年6月、新型コロナウイルス感染症対応を目的としたグリーン及びサステナビリティボンドを、デュアル・トランシェで起債した（図表9参照）。

イル・ド・フランス州にとって、グリーン及びサステナビリティボンドの発行は、同州が進めている持続可能な発展に向けた施策の PR のみならず、その分野での行政の担い手として主導的な立場をアピールすることにもつながってきた。そして、今般の起債は、これまで調達してきた同債券の中では最大発行規模かつ最も長い年限となる20年債が含まれていたが、堅調な需要を背景にドイツ等の北ヨーロッパを中心に投資家層が拡大した等の意義があったとの見解が示されている<sup>27</sup>。イル・ド・フランス州では、同起債を行うに当たって新型コロナウイルス感染症対応やグリーン及びサステナビリティボンドの商品性等について丁寧な情報開示が実施される等、投資家の信認を確保する工夫も行われており、他の公的セクター発行体にとっても参考になる事例と言える。

<sup>23</sup> イル・ド・フランス州によるグリーン及びサステナビリティボンドに関しては、江夏あかね「地方公共団体の新たな資金調達手段となりうるグリーンボンド」『野村資本市場クォーター』第20巻第3号（2017年冬号）、137-139頁、も併せて参照されたい。

<sup>24</sup> タップ発行とは、証券発行当初は発行予定額の一部を販売し、残額を予め定められた期間内に市場情勢に応じて販売していく、証券の分割発行方式。

<sup>25</sup> Vigeo Eiris, *Review of the Second Party Opinion: on the Sustainability of Region Île-de-France's Green & Sustainability Bond Framework*, June 2020.

<sup>26</sup> Île-de-France, *Economic, Ecological and Solidarity Recovery Plan for 2020: Step 1*, June 2020.

<sup>27</sup> Île-de-France, *Region Île-de-France Launches a Successful Green & Sustainability Dual Tranche*, 22 June 2020.

図表8 イル・ド・フランス州によるグリーン及びサステナビリティボンドの適格カテゴリー

既存の適格カテゴリー	新たなサブカテゴリー
教育用及びレジャー用の建物及び設備	
公共交通機関とサステナブルな移動	
再生可能エネルギーとエネルギー効率	
生物多様性	
住民に役立つ社会及び保健活動	→ 保健インフラの改善、保健設備の購入、研究開発、例外的な危機の状況下で必要な緊急インフラの整備（医療危機、自然災害等）
公営住宅	
経済的、社会的及び包摂的開発	

(注) 新型コロナウイルス感染症対応を目的とした適格カテゴリーの変更部分（新たなサブカテゴリーの設定）を中心に記述。

(出所) Île-de-France, *Green and Sustainability Financing: Investor Presentation*, June 2020, p.20、より野村資本市場研究所作成

図表9 イル・ド・フランス州による新型コロナウイルス感染症対応を資金用途としたグリーン及びサステナビリティボンドの一覧

条件決定日	発行額	償還年限	投資家層
2020年6月22日	5.5億ユーロ	10年	<ul style="list-style-type: none"> <li>地域別内訳：フランス（33%）、ドイツ・オーストリア・リヒテンシュタイン・スイス（33%）、ベルギー・オランダ・ルクセンブルク（18%）、北欧諸国（10%）、英国（2%）、その他欧州（2%）、日本（1%）、その他（1%）</li> <li>業態別内訳：アセットマネージャー・ファンドマネージャー（48%）、銀行（25%）、年金・保険（19%）、中央銀行・公的機関（1%）、その他（7%）</li> </ul>
	2.5億ユーロ	20年	<ul style="list-style-type: none"> <li>地域別内訳：フランス（54%）、ドイツ・オーストリア・リヒテンシュタイン・スイス（40%）、ベルギー・オランダ・ルクセンブルク（2%）、イタリア（2%）、北欧諸国（1%）、その他欧州（1%）</li> <li>業態別内訳：保険・年金（55%）、アセットマネージャー・ファンドマネージャー（41%）、銀行（3%）、その他（1%）</li> </ul>

(注) 2020年9月末現在

(出所) Île-de-France, *Region Île-de-France Launches a Successful Green & Sustainability Dual Tranche*, 22 June 2020、より野村資本市場研究所作成

### 3. 政府系機関

#### 1) 政府系機関 SDGs 債の発行状況

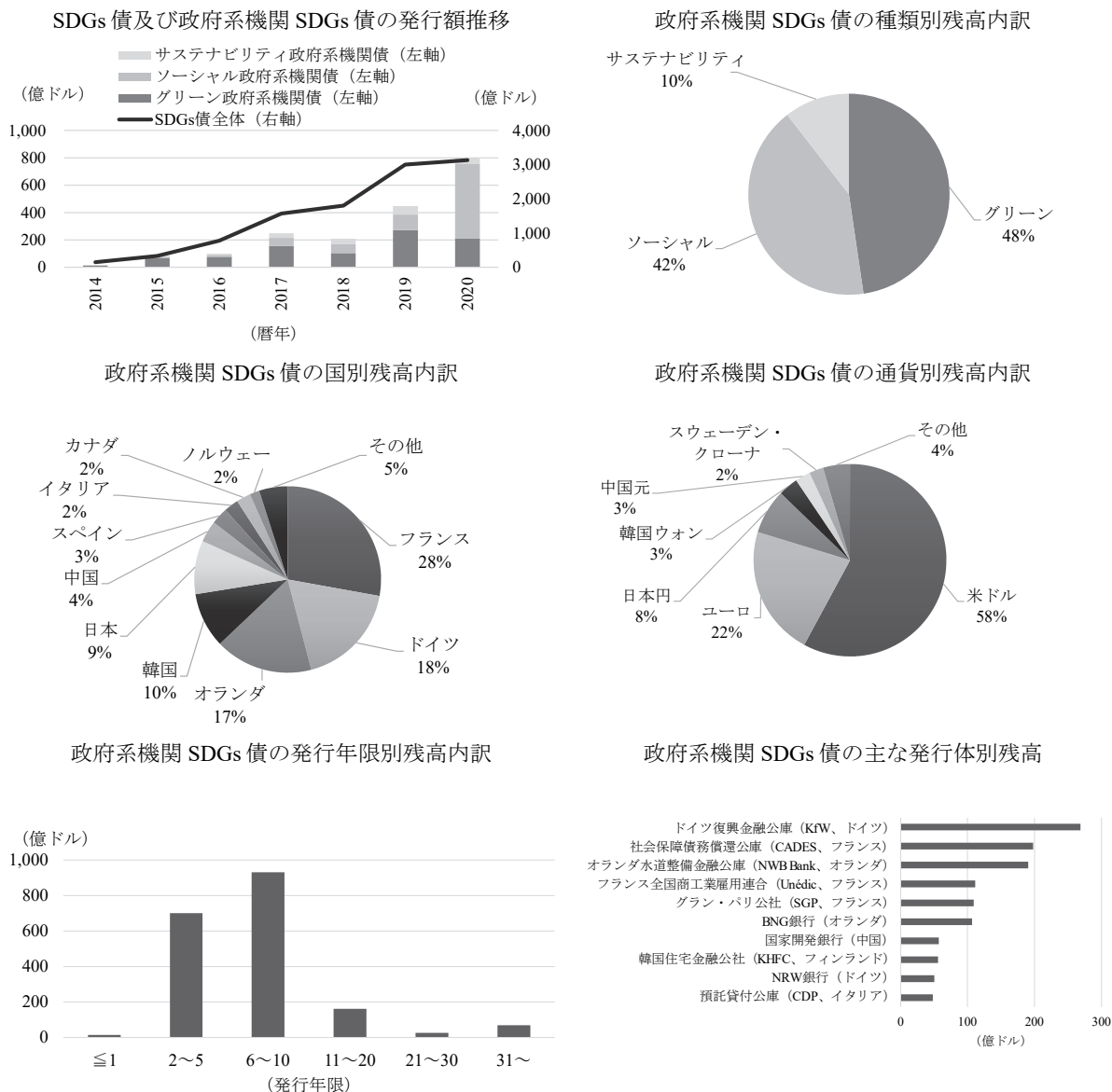
政府系機関に関しては、2010年代半ば頃から発行が始まり、当初はグリーンボンドが中心だったが、2016年頃からソーシャルボンドの発行が増加基調にあるため、他の公的セクターのサブセクターのSDGs債に比してソーシャルボンドのウェイトが高い傾向にある。政府系機関SDGs債の2020年9月末時点の残高（合計約1,902億ドル）に基づくと、（1）種類別ではグリーンボンドが全体の5割弱、ソーシャルボンドが同4割強、（2）国別では、フランス、ドイツ、オランダ等の欧州や、韓国、日本、中国といったアジアが中心、（3）通貨別では米ドルとユーロで全体の約8割、（4）平均発行年限は約9年となっている（図表10参照）。

日本の発行体としては2020年9月末時点で、9つの政府系機関がSDGs債を発行している。2014年度から社会的責任投資債（SRI債、グリーンボンド・サステナビリティボンド）を海外で継続的に起債している日本政策投資銀行（DBJ）に加え、国内市場では2016年度から国際協力機構（JICA）がソーシャルボンド、2017年度から鉄道建設・運輸施設整備支援機構（JRJT）がグリーンボンド（2019年からはサステナビリティボンド）、2018年度から日本学生支援機構（JASSO）がソーシャルボンド、住宅金融支援機構（JHF）がグリーンボンド、2019年度から東日本高速道路、阪神高速道路及び大学改革支援・学位授与機構（NIAD）がソーシャルボンド、2020年度から都市再生機構（UR）がソーシャルボンドを起債に取り組んでいる。

政府系機関の場合、2016～2019年についてはSDGs債の発行額にソーシャルボンドが占める割合は約1～3割だったが、2020年1～9月については全体の7割弱を占めている。特に、2020年に入って100億ドル相当以上のソーシャルボンドを発行している発行体は、コロナSDGs債ではないもののフランスの社会保障債務償還公庫（CADES）や、コロナSDGs債を発行しているフランス全国商工業雇用連合（Unédic）が挙げられる。以下では、金融市場環境が良好ではなかったものの起債に取り組んだ事例として、イタリアの預託貸付公庫（CDP）による新型コロナウイルス感染症対応を目的としたソーシャルボンドを紹介する。



図表 10 政府系機関による SDGs 債の発行状況



(注) 発行額及び発行残高 (2020年9月末時点) は、ブルームバーグによるグリーンボンド、ソーシャルボンド及びサステナビリティボンドの判定基準に基づく。証券化商品を除く。主な発行体別残高は、発行残高が多い順に10の発行体の残高を表示。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

## 2) イタリアの預託貸付公庫 (CDP) による新型コロナウイルス感染症対応を目的としたソーシャルボンド

イタリアの預託貸付公庫 (CDP) は、イタリア政府が 1850 年に設立した開発機関である。CDP の総資産は 2019 年末現在、約 4,490 億ユーロ、貸出残高は約 1,010 億ユーロに上っている。同公庫は、2003 年 12 月に株式会社化されており、株主構成は 2020 年 9 月末現在、イタリアの経済・財政省 (82.77%)、銀行財団 (15.93%)、自己株式 (1.30%) となっている<sup>28</sup>。

CDP は、主に郵便貯金やデットファイナンスで集めた資金を、国・地方公共団体やインフラ等の開発資金として、公的部門及び民間企業に融資している。デットファイナンスについては、機関投資家向けの債券や CP に加え、イタリア在住の個人投資家向けの債券による調達を行っている。そして、機関投資家向けの債券の一環として、2017 年 11 月にソーシャルボンド、2018 年 9 月にサステナビリティボンドの発行を開始している。

同公庫のソーシャルボンドやサステナビリティボンドは、「グリーン、ソーシャル及びサステナビリティボンド・フレームワーク」(CDP フレームワーク)に基づいて発行されている。同フレームワークは、ソーシャルボンドの発行が始まった 2017 年はソーシャルボンドを軸にした内容だったが、イタリアの持続可能な発展を支援すべく、2018 年にはサステナブルなグリーンボンドの要素、2020 年には適格カテゴリーとして公営住宅が追加された。その結果、2020 年 9 月時点での適格カテゴリーは、4 分野 (インフラ及び都市開発、中小企業金融、公営住宅、グリーン・エネルギー及び環境のサステナビリティ) となっている<sup>29</sup>。同フレームワークは、ICMA の GBP、SBP 及び SBG に適合するとの評価を、米国の外部評価機関の ISS ESG より取得している<sup>30</sup>。

イタリアでは、2020 年 2 月に初めての新型コロナウイルス感染患者が確認され、感染拡大が進む中、CDP でも中小・中堅・大企業への資金供給、地方公共団体による借入金の返済猶予、輸出等の支援策、保健上の緊急事態に対応するために必要な物資の海外調達を支援するための保証と保険等の取組みを行ってきた<sup>31</sup>。そして、財源調達の一環として、2020 年 4 月に「新型コロナウイルス感染症対応ソーシャルボンド」をデュアル・トランシェで発行した (図表 11 参照)。同債券は、CDP フレームワークに基づき発行されたが、特に新型コロナウイルス感染症に伴う緊急事態の打開及びイタリア経済及び地域社会の回復の持続に焦点を当てている<sup>32</sup>。主な資金使途としては、(1) 中小企業を中心とした企業の銀行・金融サービスへのアクセス支援 (直接

<sup>28</sup> Cassa Depositi e Prestiti, *Shareholding*.

<sup>29</sup> Cassa Depositi e Prestiti, *CDP Green, Social and Sustainability Bond Framework*, September 2020, p.7.

<sup>30</sup> Cassa Depositi e Prestiti, *CDP Bonds*; ISS ESG, *Second Party Opinion (SPO): Sustainability Quality of the Issuer and Social Bond- Cassa Depositi e Prestiti*, 11 September 2020.

<sup>31</sup> Cassa Depositi e Prestiti, *Covid-19 Social Response Bond- Investor Presentation*, 14 April 2020, p.5.

<sup>32</sup> Cassa Depositi e Prestiti, *Covid-19 Social Response Bond- Investor Presentation*, 14 April 2020, p.6.

融資も含む)、(2) 地方公共団体の保健・社会・経済対策に関する施策への財務面での支援、(3) 公衆衛生の改善及び保護のための医療施設、医療機器及び技術の建設、開発、維持又は改修に対する資金供与、とされた。

CDP は、新型コロナウイルス感染症対応ソーシャルボンドの発行に当たって丁寧に情報開示を実施したこともあり、発行当時はイタリア国債 (BTP) のボラティリティが相対的に高かったものの、その影響をほとんど受けることなく条件決定が行われた。両トランシェともにイタリアを中心とした投資家層に円滑に消化されたようだ。すなわち、CDP の新型コロナウイルス感染症対応ソーシャルボンドは、これまでのサステナブルファイナンスによる資金調達トラックレコードや丁寧な情報開示にも下支えされ、市場環境が良好でない中でも、同公社の安定的な資金調達の一助になったと考えられる。

図表 11 CDP による新型コロナウイルス感染症対応ソーシャルボンドの一覧

条件決定日	発行額	償還年限	投資家層
2020年4月15日	5億ユーロ	3年	<ul style="list-style-type: none"> <li>地域別内訳：イタリア (69%)、フランス・ベルギー・オランダ・ルクセンブルク (16%)、英国・アイルランド (6%)、スペイン・ポルトガル (5%)、ドイツ・オーストリア (4%)</li> <li>業態別内訳：ファンドマネージャー (46%)、銀行 (41%)、年金・保険 (11%)、その他 (2%)</li> </ul>
	5億ユーロ	7年	<ul style="list-style-type: none"> <li>地域別内訳：イタリア (51%)、フランス・ベルギー・オランダ・ルクセンブルク (23%)、英国・アイルランド (13%)、ドイツ・オーストリア (9%)、スペイン・ポルトガル (1%)、その他 (3%)</li> <li>業態別内訳：ファンドマネージャー (40%)、銀行 (36%)、年金・保険 (21%)、その他 (3%)</li> </ul>

(注) 2020年9月末現在

(出所) Cassa Depositi e Prestiti, *Dual Tranche 3yr & 7yr Covid-19 Social Response Bond*、より野村資本市場研究所作成

## 4. ソブリン

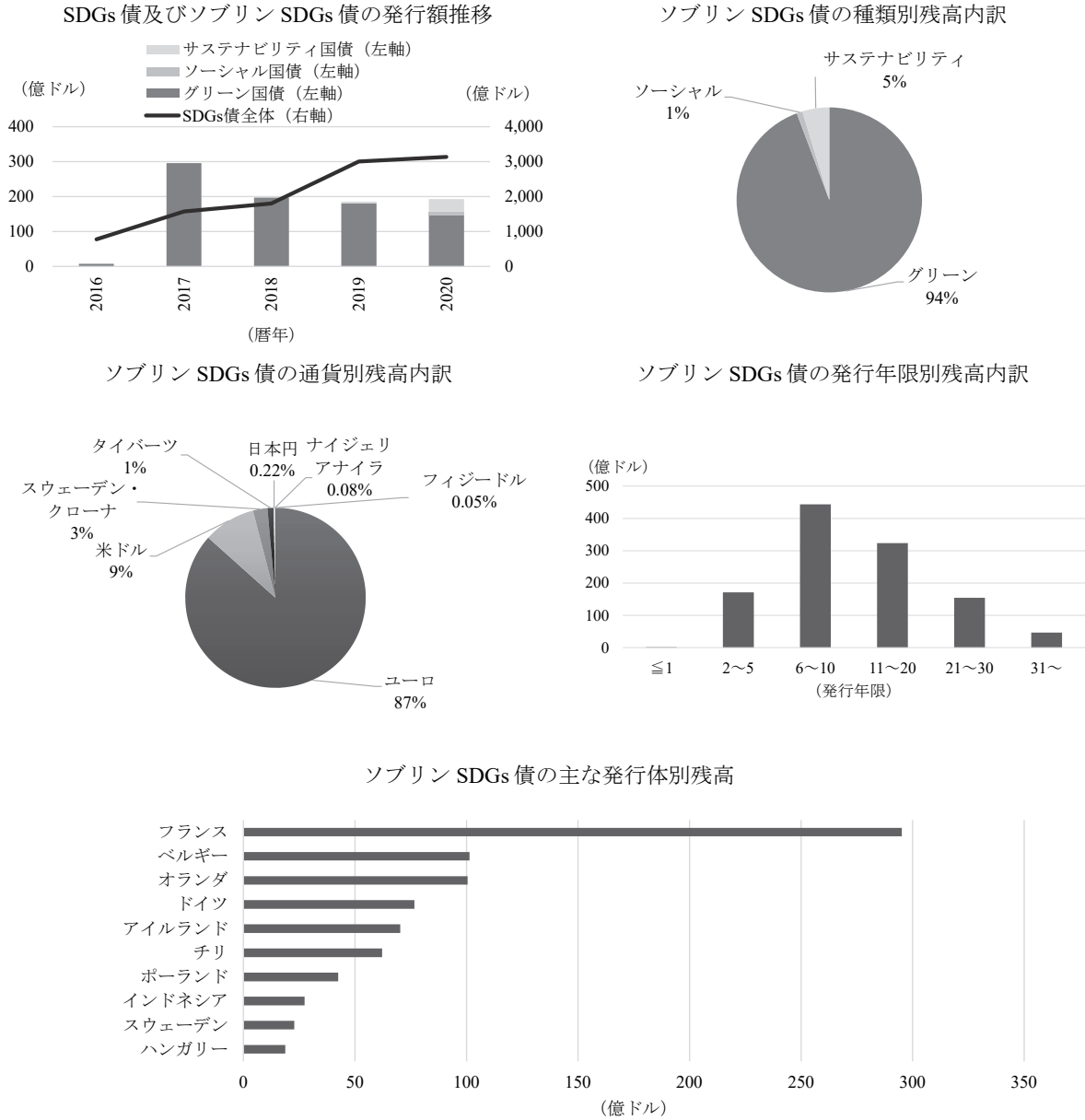
### 1) ソブリン SDGs 債の発行状況

ソブリンに関しては、SDGs 債の発行時期は他の公的セクターに比してやや遅行し、2016年12月にグリーン国債を発行したポーランドからソブリン SDGs 債の歴史が始まった<sup>33</sup>。とはいえ、フランスをはじめとした発行規模が大きい国や新規に発行に取り組む国が散見されることから、急速に SDGs 債市場における存在感が高まる傾向が見られる。ソブリン SDGs 債の2020年9月末時点の残高 (合計約 880 億ドル) に基づくと、(1) 種類別ではグリーンボンドが全体の約 94%、(2) 通貨別ではユーロが全体の 9 割近く、米ドルが 1 割弱、(3) 平均発行年限は約 17 年、(4) EU 諸国を中心に 20 カ国が発行、となっている (図表 12 参照)。日本国債としては 2020 年 9 月末時点で、SDGs 債の発行実績はないが、ソブリン SDGs 債についてはハンガリーがサムライ債市場で 2020 年 9 月に円建てグリーンボンドを発行している。

<sup>33</sup> ソブリン SDGs 債に関しては、江夏あかね、富永健司「ウィズコロナ時代のソブリンの資金調達—ソブリン SDGs 債の可能性—」『野村サステナビリティクォーターリー』第 1 巻第 2 号 (2020 年夏号)、も併せて参照されたい。

ソブリンをめぐっては、2020年に入ってコロナSDGs債をグアテマラやタイが発行している。以下では、タイによる新型コロナウイルス感染症対応等を目的としたサステナビリティボンドの事例を取り上げる。

図表 12 ソブリンによるSDGs債の発行状況



(注) 1. 発行額及び発行残高(2020年9月末時点)は、ブルームバーグによるグリーンボンド、ソーシャルボンド及びサステナビリティボンドの判定基準に基づく。証券化商品を除く。主な発行体別残高は、発行残高が多い順に10の発行体の残高を表示。ドル換算ベース。  
2. 韓国のグリーン及びサステナビリティ国債は、便宜上、サステナビリティボンドに分類している。  
(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

## 2) タイによる新型コロナウイルス感染症対応等を目的としたサステナビリティボンド

タイは、人口約 6,700 万人（2019 年 12 月末時点）、域内総生産は約 5,436 億ドル（2019 年）という、東南アジア諸国連合（ASEAN）諸国で、インドネシアに次ぐ経済規模の国である。同国では近年、国家経済社会開発戦略や国家戦略等を通じてパリ協定の目標や SDGs 達成に向けた取組みを進めてきた。そして、アジア開発銀行（ADB）が「ASEAN 触媒グリーンファイナンスファシリティ」<sup>34</sup>（ACGF）を通じて、タイのサステナブルファイナンスのフレームワーク策定や外部評価取得等に関する技術的支援を行い、2020 年 8 月にタイかつ ASEAN 諸国初となるサステナビリティボンド（総額 300 億バーツ、償還年限 15 年）の起債が実現した<sup>35</sup>。

タイにとって初めてのサステナビリティボンドは、サステナブルファイナンス・フレームワークに基づき、発行されている。同フレームワークは、オランダの外部評価機関のサステナビリティクスより GBP、SBP、グリーンローン原則（GLP）及び ASEAN サステナビリティボンド基準（ASEAN SUS）に適合するとの評価を受けている<sup>36</sup>。同フレームワークにおいて、（1）グリーン関連の適格カテゴリーは、クリーン輸送、再生可能エネルギー、省エネルギー、持続可能な水資源及び廃水管理、生物資源及び土地利用に係る持続可能な管理、陸上及び水生生物の多様性の保全及びグリーンビルディング、（2）ソーシャル関連の適格カテゴリーは、中小企業向け資金供給及びマイクロファイナンスによる潜在的効果の活用を含めた雇用創出、必要不可欠なサービスへのアクセス（医療、教育・職業訓練、手頃な価格の住宅）、食糧の安全保障、と示されている。

そして、2020 年 8 月のサステナビリティボンドの資金使途については、発行額（300 億バーツ）のうち、（1）100 億バーツ分は、地下鉄（MRT）オレンジライン・プロジェクトの資本的支出のリファイナンス、（2）200 億バーツ分は、新型コロナウイルス感染症対応（公共医療関係費、感染の世界的流行の影響を受けた人々に対する中小企業支援及び現金給付救済、経済復興・地方公共インフラ整備）、とされた。

同国初のサステナビリティボンドは、発行額に対して約 3 倍の超過需要となり、順調に消化されたようだ。同債券の発行を支援した ACGF は、特に新型コロナウイルス感染症の世界的大流行以降、気候変動に対応したインフラ関連資金が不足しており、グリーンボンドやサステナビリティボンドといった各国による取組みが不可欠であるとし、ADB はタイによる先駆的なイニシアチブを支援できたことを喜ばしいとの見

<sup>34</sup> ASEAN 触媒グリーンファイナンスファシリティ（ACGF）は ASEAN 諸国、アジア開発銀行（ADB）及び主要開発金融機関が 2019 年 4 月に設立したファシリティ（10 億ドル）で、持続可能な交通、クリーン・エネルギー、強靱な水システムなどのソブリン向けグリーン・インフラ・プロジェクトに対し、貸付及び必要な技術的支援を提供するものである。革新的な金融構造を通じてリスクを軽減することにより、民間資本を活性化させることを目指している。（Asia Development Bank, *New Facility to Mobilize \$1 Billion for ASEAN Green Infrastructure*, 24 April 2019）

<sup>35</sup> Asia Development Bank, *ADB Supports Thailand's Green, Social and Sustainability Bonds for Covid-19 Recovery*, 24 September 2020.

<sup>36</sup> Sustainalytics, *Kingdom of Thailand Sustainable Financing Framework*, 21 July 2020.

解を示した<sup>37</sup>。タイの取組みは、ADB 及び ACGF の支援を受けたこともあり、フレームワーク策定、外部評価取得、IR 等、適切な対応が行われており、他の ASEAN 諸国にとっても参考になる事例と考えられる。

## V 今後の注目点

新型コロナウイルス感染症が、世界経済・社会に甚大な影響を及ぼす中で、ESG やサステナブルファイナンスの重要性には変化がないものの、焦点が変化する傾向が見られる。

SDGs 債市場の発展に大きく寄与してきた公的セクターに関しても、新型コロナウイルス感染症対応の財源調達の一環として、コロナ SDGs 債の発行に取り組む等の動きも見られている。そして、今後の公的セクターの発行体による SDGs 債市場を見据えた場合、例えば、(1) パブリック・ガバナンス、(2) インパクト、(3) IR・開示、といった論点が注目を集める可能性がある。

### 1. パブリック・ガバナンス

公的セクターでは、将来の道筋を決める重要な要素として「G」（ガバナンス）に従来以上にスポットライトが当たる可能性がある。背景としては、公的セクターの各主体が新型コロナウイルス感染症対応策を重層的に講じており、行財政運営面に相当の負荷がかかっている現状が挙げられる<sup>38</sup>。公的セクター発行体の持続可能性や新型コロナウイルス感染症問題収束後の経済・社会構造等を踏まえて、公的セクターが真に担うべき役割が再定義されることもあり得る。その際に、カギを握るのが「G」の要素と考えられる。

ガバナンス自体は、「ある組織において重要な意思決定や舵取りを行い、また、それらを監視する仕組みやメカニズム」<sup>39</sup>等の意味があるが、公共セクターを対象としたパブリック・ガバナンスには、「公共政策の成果に影響を与えるために、ステークホルダーが互いに作用しあう方法」<sup>40</sup>等の様々な定義がある（図表 13 参照）。また、公共経営を専門とする英国の学者であるトニー・ボヴァール氏は、パブリック・ガバナンスで重要となる 12 の要素として、コーポレート・ガバナンスでもキーワードとされる透明性や説明責任等とともに、ステークホルダー等との協働に向けた意思と能力も挙げている（図表 14 参照）。

パブリック・ガバナンスでステークホルダーとの協働が重要視される背景には、ガバナ

<sup>37</sup> Asia Development Bank, *ADB Supports Thailand's Green, Social and Sustainability Bonds for Covid-19 Recovery*, 24 September 2020.

<sup>38</sup> 例えば、国際通貨基金（IMF）は 2020 年 10 月、世界全体で新型コロナウイルス感染症対応に向けた財政出動が約 12 兆ドルに上っており、2020 年の世界全体の総政府債務（対国内総生産〔GDP〕比）は 98.7%に上るとの予測を公表した。（International Monetary Fund, *Fiscal Monitor: Policies for the Recovery*, October 2020）

<sup>39</sup> 曾根泰教『日本ガバナンス―「改革」と「先送り」の政治と経済』東信堂、2008 年、19 頁、大山耕輔『公共ガバナンス』ミネルヴァ書房、2010 年、1 頁。

<sup>40</sup> Tony Bovaird, “Public Governance: Balancing Stakeholder Power in a Network Society”, *International Review of Administrative Sciences*, Vol.71, No.2, 2005, p.220.

ンスという言葉自体が、政府を含む各ステークホルダーが協力して公共的課題の解決に取り組むことを意味するとの考え方の存在が挙げられる<sup>41</sup>。これは、「ガバメントからガバナンスへ（from Government to Governance）」とのキーワードでも取り上げられることがあるが、公共的課題に当たって、従来のような政府（government）だけではなく、政府を取り巻く環境にいる様々なステークホルダーも、互いに協力して公共的問題の解決に携わる必要があるというものである。

ステークホルダーとの協働の観点からは、SDGs の特徴の 1 つに全てのステークホルダーが役割を担う「参画型」があり、パブリック・ガバナンスの考え方に親和性があるとも解釈できる。そして、新型コロナウイルス感染症問題を経て、公的セクターが真に担うべき役割が再定義される場合に、パブリック・ガバナンスに関して論じられているような「ガバメントからガバナンスへ」の考え方、すなわち、各ステークホルダーと協力して課題解決に取り組んでいるかといった点に注目が集まる可能性がある。そして、各公的セクター発行体が真に担うべき役割を効率的かつ効果的に執行しているかといった点も、公的セクターSDGs 債への投資を ESG の尺度から考える際により重要になると予想される。

図表 13 パブリック・ガバナンスに関する主な定義

- 
- ・ 公共政策の成果に影響を与えるために、ステークホルダーが互いに作用しあう方法（ボヴァール、2005 年）
  - ・ 国の諸問題を処理するための政治的権力の行使（世界銀行、1989 年）
  - ・ どのように権力が行使され、どのように市民が声を与えられ、どのように公共問題の意思決定が行われるのかを決定づけている伝統、制度及び過程から形成されている（カナダ・ガバナンス研究所）
  - ・ 政策の成果に影響を及ぼすために、関係主体が相互に働きかけるやり方（英国国際ガバナンス研究所）
  - ・ 関係する活動主体の全てが相互干渉しあうことによって得られた「共通の」結果または成果として、社会政治システムの中に生じるパターンあるいは構造。このパターンを、ある特定の主体、個人もしくは集団が生み出した成果に矮小化することはできない（クワイマン、1993 年）
  - ・ どのようにして適切な人々を対象に、適切な方法で、適切なことを、適切なタイミングで、包括的にまたオープンで誠実かつ説明責任を伴い、実行するか（英国勅許公共財務会計協会〔CIPFA〕、2007 年）
- 

(出所) Tony Bovaird, “Public Governance: Balancing Stakeholder Power in a Network Society”, *International Review of Administrative Sciences*, Vol.71, No.2, 2005, pp.219-220; Chartered Institute of Public Finance and Accountancy, *Delivering Good Governance in Local Government: Framework*, 2007, p.2、エルク・ラフラー「ガバナンスとガバメント—関係主体のネットワークング—」エルク・ラフラー、トニー・ボヴァール編『公共経営入門—公共領域のマネジメントとガバナンス』公人の友社、2008 年、130-131 頁、遠藤尚秀『パブリック・ガバナンスの視点による地方公会計制度改革』中央経済社、2012 年、33 頁、より野村資本市場研究所作成

図表 14 パブリック・ガバナンスで重要となる 12 の要素

- 
- ・ 民主的な意思決定
  - ・ 市民やステークホルダーの関与（エンゲージメント）
  - ・ 市民の公正で誠実な扱い
  - ・ 政策の持続可能性と一貫性
  - ・ 協働に向けた意思と能力
  - ・ 透明性
  - ・ 説明責任（アカウンタビリティ）
  - ・ 社会的包摂と平等性
  - ・ 多様性の尊重
  - ・ 他者の権利の尊重
  - ・ 法の支配の尊重
  - ・ グローバル環境における競争力
- 

(出所) Tony Bovaird, “Public Governance: Balancing Stakeholder Power in a Network Society”, *International Review of Administrative Sciences*, Vol.71, No.2, 2005, pp.220-221、より野村資本市場研究所

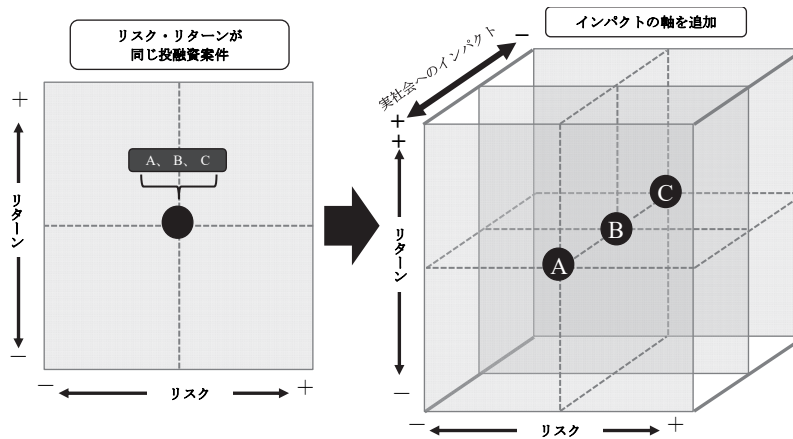
<sup>41</sup> 大山耕輔『公共ガバナンス』ミネルヴァ書房、2010 年、12 頁。

## 2. インパクト

インパクトには、「事業や活動の結果として生じた、社会的・環境的な変化や効果」<sup>42</sup>、「プロジェクトや計画によって生じる、直接的若しくは間接的、意図的若しくは意図的でないポジティブ・ネガティブな効果」<sup>43</sup>等の定義がある。また、環境省は、「組織によって引き起こされるポジティブ又はネガティブな環境、社会又は経済に対する変化のことをいい、直接的な成果や結果（アウトプット）ではなく、それにより環境、社会又は経済面にどのような違いを生み出したかという効果（アウトカム）」<sup>44</sup>と定義づけている。インパクトは、金融市場で長らく根付いてきた投資判断の尺度であるリスク、リターンに次ぐ評価軸として、注目が集まる傾向にある（図表 15 参照）。

例えば、野村証券とブルームバーグは共催で 2019 年 7 月 4 日に、発行体、投資家等を対象として「サステナブルファイナンスの時代—ESG/SDGs と債券市場」と題したセミナーを開催し、その参加者（発行体、投資家、金融機関等）を対象にアンケートを実施した<sup>45</sup>。同アンケートで、「SDGs 債投資に求めるもの」を質問したところ、「インパクトの追求」が最も多く、「リターンの追求」と「リスク軽減」の回答数が拮抗する形となった<sup>46</sup>（図表 16 参照）

図表 15 インパクト投融資の考え方



（出所）環境省「『インパクト投融資』の考え方」ポジティブインパクトファイナンスタスクフォース 第1回資料 1-1、2020年4月23日

<sup>42</sup> Global Steering Group for Impact Investment (GSG) 国内諮問委員会「日本におけるインパクト投資の現状 2019」2020年3月31日、14頁。

<sup>43</sup> Impact Management Project, *Glossary*.

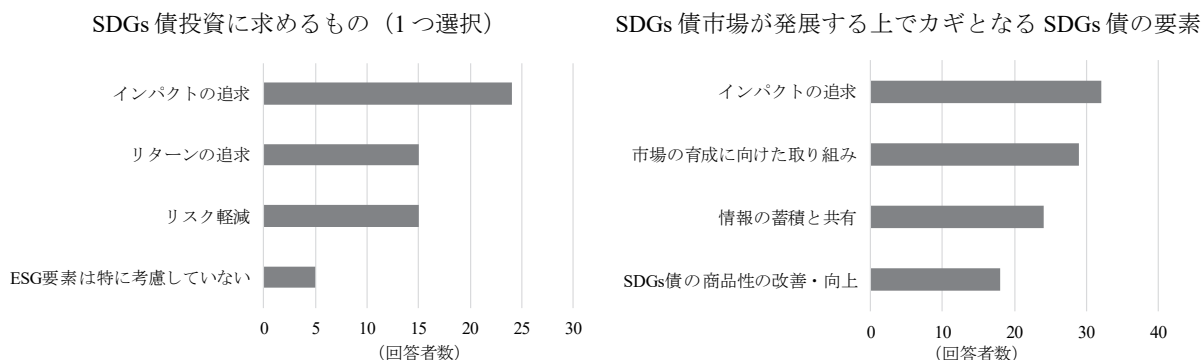
<sup>44</sup> 環境省 ESG 金融ハイレベル・パネル ポジティブインパクトファイナンスタスクフォース「インパクトファイナンスの基本的考え方」2020年7月15日、7頁。

<sup>45</sup> 詳細は、江夏あかね「『ESG 債市場の持続的発展に関する研究会』及びセミナー報告」『野村資本市場クォーターリー』第23巻第2号（2019年秋号）、14-15頁、を参照されたい。

<sup>46</sup> 元の質問は、「ESG 債投資に求めるもの」。ESG 債と SDGs 債が近似の概念と考えられるため、本稿では「SDGs 債投資に求めるもの」として表記する。



図表 16 SDGs 債に関するアンケート結果



(注) 野村証券・ブルームバーグが共催して2019年7月4日に開催したセミナー「サステナブルファイナンスの時代—ESG/SDGsと債券市場」で実施したアンケート結果に基づき、集計。

(出所) 野村資本市場研究所

インパクトをめぐるっては、一部で統一的な表示を目指す動きがあるものの、発行体によって相違し、投資家にとって容易に比較可能な状態ではないと考えられる<sup>47</sup>。しかし、2020年度に入って環境省の「ポジティブインパクトファイナンスタスクフォース」にて、グリーンを起点とするインパクト評価ガイドの策定を目指した検討が進められる等の動きも見られている。公的セクターSDGs債に限らず、SDGs債を通常の債券と差別化しているのはインパクトであることもあり、インパクト評価の考え方が整理され、投資家が容易に把握できる環境が整えば、投資家が、発行体に対しインパクトをより適切かつ利便性、比較可能性を意識して開示することを求めたり、同じリスクとリターンであればより多くのインパクトが創出される銘柄を選好する可能性もあると言える。

### 3. IR・開示

公的セクターの債券は、SDGs債に限らず、信用力が相対的に高いことにも起因し、安定的な投資パフォーマンスを期待する投資家が大宗と想定される。さらに、SDGs債については投資表明を行うケースも多い。その意味で、(1) ヘッドライン・リスク（報道等の「ヘッドライン」に対して、市場が過敏に反応するリスク）、(2) レピュテーション（風評）リスク（例えば、投資したSDGs債が当初の目的を満たさない等）、等を望まない投資家がほとんどを占めるとみられる。その意味では、前述のパブリック・ガバナンス

<sup>47</sup> 例えば、グリーンボンドの充当プロジェクトの温室効果ガス削減量等の効果を示すレポートングについては、各発行体によって体裁が異なるが、世界銀行を始めとした11の公的金融機関が2015年11月、調和のとれた枠組みを目指すことを発表している。ICMAは2018年6月、ソーシャルボンドのインパクトレポートングに関する資料を公表し、対象とする人々やそのインパクトについて雛形等を提示している（最新版は2020年6月に公表）。さらに、ICMAは2020年4月、グリーンボンドについてもインパクトレポートングに関するハンドブックを公表している。（World Bank et al., *Green Bonds Working Towards a Harmonized Framework form Impact Reporting*, November 2015; International Capital Market Association, *Working Towards a Harmonized Framework for Impact Reporting for Social Bonds*, June 2020; International Capital Market Association, *Handbook: Harmonized Framework for Impact Reporting*, April 2020）

における説明責任と透明性の要素にも共通するが、サステナブルファイナンスに係る部分の IR・開示も充実している発行体の SDGs 債への投資が選好される可能性はあり得ると考えられる。

新型コロナウイルス感染症問題も経て、世界の環境・社会課題解決に当たり、公的セクターが引き続き重要な役割を果たすとともに、サステナブルファイナンスも通じて課題解決に取り組むことが大切であることが再認識された。公的セクターの発行体による SDGs 債は、SDGs の達成に向けてコミットしているスタンスを示すとともに、投資家層を拡大するといったメリットもあることから、重要な財源調達ツールとして今後も活用される可能性が高いと考えられる。本稿で取り上げた事例でも示されたように、公的セクターの発行体は、金融市場や SDGs 債の投資家からの信認を確保すべく、様々な工夫を行っており、公的セクターSDGs 債の健全な発展に向けて、その動向が今後も注目されよう。