

## EU グリーンボンド基準（EU GBS）の規則案の公表と今後の論点 —EU タクソノミーとの整合性と外部評価の厳格化がカギに—

江夏 あかね、富永 健司

### ■ 要 約 ■

1. 欧州委員会は 2021 年 7 月、欧州連合（EU）のグリーンボンド基準（EU GBS）を創設するための規則案（EU GBS 規則案）を採択した。EU GBS 規則案は、これまで欧州委員会で検討されてきた内容が概ね反映されていると解釈され、世界の金融市場で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一方、全般的により厳格な内容となっている。
2. EU GBS 規則案の主な特徴としては、（1）包括的な発行体の対象範囲、（2）任意の基準、（3）環境面でサステナブルな経済活動を分類する EU タクソノミーとの整合性等、（4）外部評価に関する厳格化、（5）各種レポーティングを通じた透明性の確保、が挙げられる。
3. 今後の EU GBS をめぐる主な論点としては、（1）発行体による EU GBS の活用度合いや方法、（2）EU GBS による環境的課題解決への寄与度、（3）外部評価に関する規制・監督の流れ、が挙げられる。特に、EU GBS は、発行体にとってより厳格な基準に沿ったグリーンボンドを発行できる選択肢となり得るため、発行体が自らの環境関連の取り組みへのコミットメントや実効性を投資家に示し、他の銘柄と差別化すべく EU GBS に準拠したグリーンボンドの発行を選択する動きが顕在化する可能性がある。
4. グリーンボンド市場で存在感がある EU によるグリーンボンド基準策定の動きは、世界のグリーンボンド市場の今後の発展に影響を及ぼす可能性もある。そのため、金融市場参加者の見方や、政策としての実効性等も含めて目が離せない状況が続くと想定される。

### 野村資本市場研究所 関連論文等

- ・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り組み」『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。
- ・磯部昌吾「環境面でサステナブルな経済活動を分類する EU タクソノミー — 分類基準の概要と金融規制等における利用—」『野村サステナビリティクォーターリー』第 2 巻第 1 号（2021 年冬号）。

## I 欧州連合のグリーンボンド基準（EU GBS）規則案の特徴

欧州委員会は 2021 年 7 月、欧州連合（EU）のグリーンボンド基準（European Green Bond Standard、EU GBS）を創設するための規則案（EU GBS 規則案）を採択した<sup>1</sup>。EU では、2018 年 3 月に採択されたアクションプランや 2019 年 12 月に採択された欧州グリーンディール等を通じて、持続可能な社会の実現に向けた金融（サステナブルファイナンス）で国際的なスタンダードを設定し、世界のリーダーとしての存在感を確立することを目指す積極的な動きが見られている<sup>2</sup>（図表 1 参照）。

図表 1 EUにおけるグリーンボンド基準設定等に関する主な動き

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
2019 年 3 月	TEG のサブグループ、EU GBS に関する中間レポートを公表
2019 年 6 月	TEG、EU GBS に関するレポートを公表
2019 年 12 月	欧州委員会、欧州グリーンディールを公表
2020 年 3 月	TEG のサブグループ、EU GBS 案に関するユーザビリティ・ガイドを公表
2020 年 4 月	サステナブルファイナンス戦略の更新及び EU GBS に関する意見聴取（コンサルテーション、2020 年 10 月まで）
2021 年 7 月	欧州委員会、新サステナブルファイナンス戦略、タクソミーに規則に基づく情報開示内容を明確化した委任規則とともに、EU GBS を創設するための規則案（EU GBS 規則案）を採択
2021～2024 年	欧州議会と理事会による EU GBS 規則案の共同決定及び法律の施行。30 ヶ月の導入期間後、全面的施行

（出所）European Commission, “Questions and Answers: European Green Bonds Regulation,” July 6, 2021; Institutional Shareholder Services, “The EU Green Bond Standard: Key Elements and a Roadmap for Bond Issuer,” July 15, 2021、各種資料、より野村資本市場研究所作成

欧州委員会は、EU GBS 規則案をこのタイミングで公表した背景として、世界における 2020 年のグリーンボンド発行額全体の約 51%が EU の企業と公的機関によるものだが、EU におけるグリーンボンドの発行額は債券発行額全体の僅か約 2.6%に過ぎない現状を明らかにした<sup>3</sup>。その上で、EU GBS の制定等を通じたクオリティの高いグリーンボンド市場

<sup>1</sup> European Commission, “Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on European Green Bonds,” July 6, 2021; European Commission, “Commission Puts Forward New Strategy to Make the EU’s Financial System More Sustainable and Proposes New European Green Bond Standard,” July 6, 2021.

<sup>2</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及び欧州グリーンディールの詳細については、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・磯部昌吾「気候変動対策で世界のリーダーを目指す『欧州グリーンディール』」『野村資本市場クォーターリー』第 23 巻第 3 号（2020 年冬号）、152-158 頁、を参照されたい。

<sup>3</sup> European Commission, “Questions and Answers: European Green Bonds Regulation,” July 6, 2021, p.2.

の成長は、欧州グリーンディールの目標達成に寄与すると説明している<sup>4</sup>。そして、グリーンボンドが信頼されかつ規制された環境を提供することは、ユーロの国際的な役割の強化、企業や公的機関がグリーンボンドを通じた欧州資本市場での資金調達への支援に加え、EUの金融市場をサステナブルファイナンスのハブとして後押しすることになると示している。

EU GBS 規則案は、これまで欧州委員会で検討されてきた内容が概ね反映されていると解釈されるが、世界の金融市場で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一方、全般的により厳格な内容となっている<sup>5</sup>。EU GBS 規則案の主な特徴としては、（1）包括的な発行体の対象範囲、（2）任意の基準、（3）環境面でサステナブルな経済活動を分類する EU タクソノミーとの整合性、（4）外部評価に関する厳格化、（5）各種レポーティングを通じた透明性の確保、が挙げられる。

## 1. 包括的な発行体の対象範囲

EU GBS を利用できる発行体の対象範囲としては、EU 域内のみならず、域外の企業、国（ソブリン）、金融機関、カバードボンド及び資産担保証券（ABS）の発行体とされた。EU GBS 規則案では、ソブリン発行体について、EU 関連機関、国、地方公共団体、政府系機関等と位置付けている<sup>6</sup>が、EU GBS の適用については、ソブリン発行体の特殊性に鑑み、限定的かつ柔軟に対応する旨が挙げられた。

ソブリン発行体の特殊性としては、（1）資金の対象となる支出に、インフラ等への経費、補助金及び運営費、研究・イノベーションといった無形固定資産関連経費が含まれる、（2）交付金等の存在によりプロジェクトレベルでインパクトを計測することが困難、（3）外部評価機関ではなく、国の会計監査を担う組織による評価を選好する可能性、（4）未利用の調達資金に対する法的な制約（議会等の決定前に充当を確約することができない）、が挙げられている<sup>7</sup>。EU GBS 規則案では、グリーンボンドのクオリティを確保しつつ、ソ

<sup>4</sup> 欧州グリーンディールでは、カーボンニュートラルの経済に移行し、EU のサステナビリティ関連の目標を満たすために相当規模の投資が必要であることを明らかにしている。EU の 2030 年の温室効果ガス削減目標（1990 年比で少なくとも 55%削減）等を満たすためには、域内総生産（GDP）の約 2.3%に相当する年間約 3,360 億ユーロのエネルギー・システム投資が必要としている。（European Commission, “Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on European Green Bonds,” July 6, 2021, p.1）

<sup>5</sup> 欧州委員会による EU GBS の検討経緯については、江夏あかね・富永健司「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」『野村資本市場クォーターリー』2019 年春号、1-7 頁、江夏あかね・富永健司「EU におけるサステナブルファイナンス確立に向けた動き—タクソノミー、グリーンボンド基準、ベンチマーク、開示をめぐる進展—」『野村資本市場クォーターリー』2019 年夏号、1-13 頁、を参照されたい。

<sup>6</sup> 具体的には、（1）欧州原子力共同体（Eurotam）、EU 及び関連機関、（2）国（政府部局、政府機関及び国が設立した特別目的事業体〔SPV〕を含む）、（3）連邦制国家の場合、連邦のメンバー、（4）地方公共団体、（5）複数の国が設立した共同組織若しくは SPV、（6）これらの組織によって 100%所有される民法に基づく企業、と定義づけている。（European Commission, “Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on European Green Bonds,” July 6, 2021, p.23）

<sup>7</sup> European Commission, “Commission Staff Working Document Impact Assessment Report,” July 6, 2021, p.39.

グリーン発行体の特殊性を勘案した結果、2つの柔軟性が与えられた<sup>8</sup>。1点目は、外部評価について、欧州証券市場監督機構（ESMA）に登録された外部評価機関ではなく、国家監査人若しくは公的機関に委任することができるほか、これらの評価者は外部評価機関に関する規制について適用除外とすることである。その理由として、ソブリン発行体が委任する国家監査人若しくは公的機関は、公的支出の監督責任を有する法的機関であり、通常は法的に独立性が確保されていることが挙げられている<sup>9</sup>。

2点目について、特定の公的支出プログラム（補助金、税控除等）に関するプロジェクトレベルでのEUタクソミーとの整合性を実証する義務の免除が掲げられた。例えば、住宅所有者がソーラーパネルを設置するための補助金制度のようなケースでは、ソブリンが資金調達プログラム自体のタクソミーとの整合性を示すだけで十分とされた。

## 2. 任意の基準

EU GBSは、自らの債券を「欧州グリーンボンド」若しくは「EuGB」と呼ぶことを希望するすべての発行体に共通の要件を定めた任意の基準とされた<sup>10</sup>。任意との取り扱いは、GBP等の既存の基準と同様だが、EU GBS規則案の策定に当たって影響調査が行われ、任意とするか、ソブリン以外のEU域内の発行体にGBSの適用を義務付けるかの2つの選択肢が検討された<sup>11</sup>。

任意とする場合、高いクオリティのグリーンボンドを目指す発行体にとっては、サステナビリティへの取り組みや成果を伝えるための基準となり得る一方、それほど野心的ではないグリーンボンドの発行体に義務付けないため、グリーンボンド市場を冷え込ませるようなリスクを最小限にすることができることが利点とされた。ただし、EU GBSの利用が（短期的のみならず）長期的にも進まなくなる可能性やグリーンウォッシュ<sup>12</sup>のリスクが長く可能性があり得るとの課題が挙げられた。一方、義務付ける場合、グリーンボンドの質の向上や投資家が銘柄への投資を検討する際に、基準に基づいた銘柄であれば審査等の手間やコストをある程度減らせる可能性があるという観点から、デューデリジェンス関連コストの低減等の効果が期待される。その一方で、タクソミーの本格的な導入が始まっておらず、どの程度の実務負担になるかが不明であるため、EU GBSを適用することの実現可能性を評価することが困難な上、多くの発行体が現時点でタクソミーに沿った運用が難しい可能性があることが課題とされた。

<sup>8</sup> European Commission, “Questions and Answers: European Green Bonds Regulation,” July 6, 2021, pp.3-4; European Commission, “Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on European Green Bonds,” July 6, 2021, p.13.

<sup>9</sup> European Commission, “Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on European Green Bonds,” July 6, 2021, p.6.

<sup>10</sup> European Commission, “Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on European Green Bonds,” July 6, 2021.

<sup>11</sup> European Commission, “Commission Staff Working Document Impact Assessment Report,” July 6, 2021, p.24.

<sup>12</sup> グリーンウォッシュとは、債券の文脈では、「実際は環境改善効果がなく、又はそれが不正に水増しされていたり、調達資金が適正に環境事業に充当されていない」ことを指す。（環境省「グリーンボンドガイドライン グリーンローン及びサステナビリティ・リンク・ローンガイドライン」2020年3月、7頁）

これらの分析結果をもとに EU GBS は、任意の基準とすることが示された。なお、ICMA は 2021 年 7 月、EU GBS 規則案で、任意の基準とされたことに対して歓迎する旨を表明した<sup>13</sup>。その背景として、(1) 欧州委員会が既存の欧州及び国際的なグリーンボンド市場と共存する意図を有すること、(2) EU のグリーンボンドラベルが既存の市場のベストプラクティスに基づいて構築されており、既存の市場の混乱を最小限に抑えることを目的としていること、を挙げている。

### 3. EU タクソノミーとの整合性

EU におけるサステナブルファイナンスに関する政策の基軸となるのが、環境面でサステナブルな経済活動を分類するタクソノミーである<sup>14</sup>。タクソノミーをめぐっては、規則が 2020 年 6 月に成立し、細則が順次作成されている段階である。また、気候変動分野（気候変動緩和、気候変動適応）は 2022 年初から、それ以外の環境分野（水・海洋資源の持続可能な利用と保護、循環経済への移行、汚染の予防と管理、生物多様性及び生態系の保全と回復）は 2023 年初からの適用開始が目標となっている。

EU GBS 規則案では、EU タクソノミー関連の主な論点として、(1) 整合性、(2) 発行体の低炭素・脱炭素社会（トランジション）に向けた支援、(3) 変更基準の適用除外（グランドファーザリング）、が挙げられた。

#### 1) 整合性

GBS 規則案では、発行体が満期を迎えるまでに、その債券で調達した資金の全額を EU タクソノミーの要件を満たす経済活動に充当しなければならない、すなわち整合性を確保する旨が示された。EU GBS 規則案で EU タクソノミーとの整合性が謳われたのは、グリーンプロジェクトの明確な定義が欠如しており、発行体と投資家の双方に不確実性と追加コストをもたらしているとの問題意識が背景となっている<sup>15</sup>。EU タクソノミーとの整合性を確保することは、後述の外部評価取得の義務化とともに、債券投資家にとって EU GBS を通じてサステナブルな投資であるとの信頼をより容易にするとともに、グリーンウォッシュのリスクの低減につながるとの見解が示された。

既存の基準との関係について、欧州委員会では、EU GBS と ICMA の GBP や CBI の CBS との関係について、EU GBS はグリーンボンドの既存の市場基準に適合するように設計されているが、資金使途のプロジェクトと EU タクソノミーとの完全な整合性を要求したり、外部評価機関の登録と監督のための制度を確立したりするなど、

<sup>13</sup> International Capital Market Association, “Analysis of the Draft EuGB Regulation,” July 8, 2021, p.1.

<sup>14</sup> EU タクソノミーの詳細については、磯部昌吾「環境面でサステナブルな経済活動を分類する EU タクソノミー—分類基準の概要と金融規制等における利用—」『野村サステナビリティクォーターリー』第 2 巻第 1 号（2021 年冬号）、江夏あかね「欧州議会と欧州連合理事会による EU タクソノミー規則案に関する合意—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>15</sup> European Commission, “Questions and Answers: European Green Bonds Regulation,” July 6, 2021, p.1.

いくつかの重要な側面では、市場ベースの基準よりも進んでいると説明している<sup>16</sup>。一方、ICMAは2021年5月に公表したサステナブルファイナンス関連のタクソミーに関する報告書にて、EUタクソミーは発行体の事業活動に焦点を当てているが、GBPはプロジェクト単位で資金用途を設定するため、手法上の問題を喚起する可能性があるとの指摘を行っている<sup>17</sup>。加えて、ICMAでは2021年6月に公表したレポートにて、EUタクソミーにおける経済活動と、GBPの適格グリーンプロジェクトや後述の英国の非営利団体である気候債券イニシアティブ（CBI）の気候債券タクソミー<sup>18</sup>等とのマッピングを示している（図表2参照）。ちなみに、ICMAのGBP（2021年6月改訂版）では、1つ目の要素である調達資金の用途のセクションで10のグリーンプロジェクト<sup>19</sup>、2つ目の要素であるプロジェクトの評価と選定のプロセスのセクションで、必要に応じてプロジェクトに関する公式及び／又は市場ベースのタクソミーとの整合性等を情報提供する旨が発行体に対する推奨項目の1つとして掲げられている<sup>20</sup>。また、CBIによる気候ボンド基準（CBS）では、資金用途の対象として、気候債券タクソミーを参照することとされている<sup>21</sup>。すなわち、GBP及びCBSは、EU GBS規則案と異なるアプローチを採っている。

図表2 EUタクソミーとGBP及び気候債券タクソミーのマッピング

EUタクソミーにおける 経済活動（注1）	GBPにおける 適格グリーンプロジェクト	気候債券タクソミーにおける 適格資産・プロジェクト
エネルギー	再生可能エネルギー	発電、送電、貯蔵
情報及びコミュニケーション並びに専門的、 科学的、技術的活動を含む様々な活動	エネルギー効率	
上水道、下水道、廃棄物管理及び修復	汚染防止及び抑制	廃棄物処理
林業	生物資源及び土地利用に係る 環境的に持続可能な管理	農林地の保全・再生
環境保全・修復活動	陸上及び水生生物の多様性の保全	
運輸業	クリーン輸送	陸上運送業
上水道、下水道、廃棄物管理及び修復 活動ではなく、EU環境目標の1つ	持続可能な水資源及び廃水管理	水インフラ
	気候変動への適応	活動ではなく、環境目的
製造業	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	エネルギー集約型商業及び産業
建設・不動産業、ビルのエネルギー パフォーマンス事業	地域、国又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	建物

（注） 1. 本表に示した経済活動は、6つのEU環境目的のうち1つ以上に貢献する可能性がある。  
2. EUタクソミー及び気候債券タクソミーの下では、複数の分野の様々なプロジェクトや活動が気候変動への適応との目的に位置付けられている。

（出所） International Capital Market Association, “Green Project Mapping,” June 2021, p. 5、より野村資本市場研究所作成

<sup>16</sup> European Commission, “Questions and Answers: European Green Bonds Regulation,” July 6, 2021, p.3.

<sup>17</sup> International Capital Market Association, “Overview and Recommendation for Sustainable Finance Taxonomies,” May 2021, p.26.

<sup>18</sup> Climate Bonds Initiative, “Climate Bonds Taxonomy,” January 2021.

<sup>19</sup> 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。

<sup>20</sup> International Capital Market Association, “Green Bond Principles,” June 2021, pp.4-5.

<sup>21</sup> CBIによるCBSの詳細については、江夏あかね「低炭素交通関連のグリーンボンド等の現状と注目点－気候債券イニシアティブ（CBI）の認証気候債に焦点を当てて－」『野村資本市場クォーターリー』2019年春号、1-14頁を参照されたい。

## 2) 発行体のトランジションに向けた支援

トランジション関連では、EU グリーンボンドを EU タクソノミーに沿った経済活動を行う長期プロジェクト（最長 10 年間）の資金として利用することが可能との説明が示された<sup>22</sup>。EU タクソノミーにおいては、気候変動緩和の部分で、実現可能な低炭素化の代替手段がない場合、一定の条件の下、二酸化炭素排出量実質ゼロを前提とした経済への移行を支援する活動（トランジション活動）も含まれている。

なお、欧州委員会は 2021 年 7 月、トランジション関連で 2 つの取り組みを進めていることを明らかにしている。1 点目は、EU GBS 規則案と同日である 6 日に公表された政策文書「持続可能な経済への移行を目指したファイナンス戦略（新たなサステナブルファイナンス戦略）」<sup>23</sup>にて、サステナビリティ・リンク・ボンドやトランジションボンドに関する基準の策定に向けて取り組む旨が示された<sup>24</sup>。

2 点目は、欧州委員会のサステナブルファイナンス・プラットフォーム<sup>25</sup>（PSF）が 2021 年 7 月 12 日、経済的なトランジションを支援するために、EU タクソノミーを拡張すべく、意見徴収を行う旨を公表した<sup>26</sup>。意見徴収は 2021 年 9 月 6 日まで実施され、2021 年秋にも最終レポートを公表する予定となっている<sup>27</sup>。

## 3) 変更基準の適用除外（グランドファーザリング）

GBS 規則案では、EU タクソノミーとの整合性が謳われたが、債券発行後に EU タクソノミーの技術スクリーニング基準（TSC）が変更された場合、発行体は既存の基準を 5 年間利用することが可能、すなわち変更後 5 年以内に整合すれば良いとされた。これに対して、ICMA は TSC が変更された際に債券の満期まで適用除外とされない点を問題視し、発行体及び投資家双方にとって EU グリーンボンド指定に関する状況が予測不能になり、基準変更時に既発の EU グリーンボンドの価値が突然下落する可能性もあり得ると指摘した<sup>28</sup>。

<sup>22</sup> European Commission, “Questions and Answers: European Green Bonds Regulation,” July 6, 2021, p.1.

<sup>23</sup> 新たなサステナブルファイナンス戦略の詳細については、磯部昌吾「EU の新たなサステナブルファイナンス戦略」『野村サステナビリティクォーターリー』第 2 巻第 3 号（2021 年秋号）、を参照されたい。

<sup>24</sup> European Commission, “Strategy for Financing the Transition to a Sustainable Economy,” July 6, 2021, p.6.

<sup>25</sup> 欧州委員会のサステナブルファイナンス・プラットフォーム（PSF）は、EU タクソノミーのさらなる発展に関する課題等について欧州委員会に助言するとともに、EU タクソノミーの委任法令の技術的準備について欧州委員会を支援することを目的として設立された。PSF は、サステナビリティ関連のステークホルダー（金融、非金融、ビジネス分野、非営利機関 [NGO]、学識経験者、公的及び国際機関等）の 57 名のメンバー及び 11 名のオブザーバーで構成されており、最初の会合を 2020 年 10 月に開催した。（European Commission, “Platform on Sustainable Finance”）

<sup>26</sup> EU Platform on Sustainable Finance, “Public Consultation Report on Taxonomy Extension Options Linked to Environmental Objectives,” July 2021.

<sup>27</sup> European Commission, “Platform on Sustainable Finance.”

<sup>28</sup> International Capital Market Association, “Analysis of the Draft EuGB Regulation,” July 8, 2021, pp.3-4.

## 4. 外部評価に関する厳格化

EU GBS 規則案における外部評価の項目は、ICMA の GBP に比して、（1）外部評価取得の義務化、（2）外部評価機関の ESMA への登録、の観点からより厳格な内容となっている。

1 点目について、ICMA の GBP においては外部評価の取得は推奨とされている一方、EU GBS においては外部評価の活用が義務化されることになる。2 点目について、EU GBS の適合性の評価を行う外部評価機関に関しては、ESMA への登録が求められている。EU グリーンボンドの外部評価機関は所定の内容に沿って ESMA への登録申請を行うこととなる（図表 3 参照）。ESMA は、登録の申請を受領した後、20 営業日以内に申請が完了しているかを判断し、申請完了後 45 営業日以内に登録の可否を審査する<sup>29</sup>。ただし、申請者が外部評価業務の外部委託を実施する際には審査期間を 15 営業日延長する可能性がある。なお、登録情報が提供された後、内容に重要な変更が生じた又は生じる可能性がある場合には、外部評価機関は ESMA に通知を行わなければならない。ESMA は、当該変更に対して反対の意向を示す可能性があり、その場合は通知を受けた後 2 ヶ月以内にその意向が示される。

図表 3 外部評価機関の登録を申請する際に求められる内容

項目	内容
1	組織名、EU 域内の所在地、ウェブサイト、取引主体識別コード（Legal Entity Identifier）
2	担当者の名前及び詳細な連絡先
3	組織形態
4	申請組織の所有構造
5	シニアマネジメントのメンバーの特徴・専門性・教育
6	外部評価業務に携わるアナリスト、従業員の数と経験・教育等
7	発行前及び発行後レビューに係る手順と評価手法
8	利益相反の特定・管理・開示に係る規定・手順
9	外部評価に係る既存の又は今後の外部委託に関する書類・情報

（出所）European Commission, “Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on European Green Bonds,” July 6, 2021, p.31、より野村資本市場研究所作成

外部評価機関による EU GBS の登録申請の内容について、外部評価機関の健全なコーポレートガバナンスの体制整備に関連して、より詳細な要件が定められている。EU GBS では、この理由として外部評価機関による発行前及び発行後レビューの独立性・客観性・高い品質の確保を挙げている<sup>30</sup>。EU GBS の登録申請に係る外部評価機関のガバナンスに関する具体的な要件項目として、（1）一般的な原則、（2）シニアマネジメント、（3）評価業務に携わるアナリスト及び従業員等、（4）コンプライアンス部門、（5）内部規定・手続き、（6）発行前及び発行後レビューの評価手法及び情報、（7）評価手法又は申請時の誤り、（8）外部委託、（9）情報記録要件、（10）利益相反及び情報の機密性、（11）その他のサービスの提供、等が示されている（図表 4 参照）。

<sup>29</sup> European Commission, “Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on European Green Bonds,” July 6, 2021, p.32.

<sup>30</sup> European Commission, “Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on European Green Bonds,” July 6, 2021, p.20.

図表 4 外部評価機関のガバナンスに係る組織要件等

項目	詳細
一般的な原則	<ul style="list-style-type: none"> <li>外部評価機関はグリーンボンドに係る当該規制を遵守するために適切なシステム・リソース・手順を整備しなければならない。さらに、同システム・リソース・手順の適切性と効率性を監視し、少なくとも年次で評価した上で、適宜改善しなければならない</li> </ul>
シニアマネジメント	<ul style="list-style-type: none"> <li>外部評価機関のシニアマネジメントは、(1) 外部評価機関の健全で慎重な管理、(2) 評価業務の独立性、(3) 利益相反の適切な特定・管理・開示、(4) 当該規制の要件の常時遵守、を確保しなければならない</li> </ul>
評価業務に携わるアナリスト及び従業員等	<ul style="list-style-type: none"> <li>評価業務に携わるアナリスト及び従業員等は必要知識と経験を有していなければならない。評価業務に携わる者は評価の対象となる事業体、当該事業体に直接的又は間接的に関係する第三者機関又は人物と手数料等に係る交渉を行ってはならない</li> </ul>
コンプライアンス部門	<ul style="list-style-type: none"> <li>外部評価機関は、当該規制の下での業務のために恒久的かつ効率的なコンプライアンス機能を整備し、維持しなければならない。当該コンプライアンス部門は、(1) 適切かつ独立性を持って役割を果たす手段を有すること、(2) 必要なリソース及び専門性を有し、全ての関連情報に対してアクセスできること、(3) 自身の業務を監視又は評価しないこと、(4) 外部評価機関の事業活動の成果に関連した報酬を得ていないこと、が求められる</li> <li>コンプライアンス部門による監督機関、該当する場合は管理機関への直接報告を可能にすることが求められている</li> </ul>
内部規定・手続き	<ul style="list-style-type: none"> <li>外部評価機関は、ビジネス上の利害により評価業務の独立性と正確性を損なうことのないよう、内部のデューデリジェンスに係る規定及び手続きを整備し、実行しなければならない</li> </ul>
発行前及び発行後レビューの評価手法及び情報	<ul style="list-style-type: none"> <li>外部評価機関は、発行前及び発行後レビューが入手可能な全ての必要な情報による分析に基づいて実施されなくてはならない。同レビューにおいては、十分に質が高く、信頼のおける情報ソースからの情報を活用しなくてはならない</li> </ul>
評価手法又は申請時の誤り	<ul style="list-style-type: none"> <li>発行前及び発行後レビューを行う上で影響が大きいと考えられる評価手法又は申請時の誤りは迅速に ESMA 及び発行体に対して報告しなければならない</li> </ul>
外部委託	<ul style="list-style-type: none"> <li>評価業務を第三者機関に外部委託を行う際には、当該機関の信頼性と専門性を確保しなければならない</li> <li>コンプライアンス部門については、外部委託をしてはならない</li> <li>評価業務を外部委託する際には、ESMA に対して報告を行わなくてはならない</li> <li>評価業務の外部委託にあたっては、外部評価機関のシニアマネジメント又は経営体のメンバーとしての機能又は役割の実行能力を抑制又は阻害してはならない</li> <li>外部評価機関は、評価業務の外部委託に際し、第三者サービス提供者の ESMA との連携を確保しなければならない</li> <li>外部評価機関は、外部委託を行った評価業務に対して責任を有しており、(1) 第三者サービス提供者が効率的に評価業務を実行し、法律及び規制要件を遵守しているかについての評価と問題への適切な対処、(2) 外部委託を行う評価業務に関連する潜在的なリスクの特定、(3) 外部委託を行う評価業務の適切な監視、(4) 第三者サービス提供機関による評価業務及び潜在的なリスクの効率的な監視を含む外部委託を行う評価業務に係る適切な手順管理、(5) 外部委託を行う評価業務の適切な事業継続、を確保しなければならない</li> </ul>
情報記録要件	<ul style="list-style-type: none"> <li>外部評価機関は、(1) 発行前及び発行後レビューの決定及び承認に携わった人員及び承認の日付、(2) 発行前及び発行後レビューの実行及び作成の手順及び評価手法に関連する書類、(3) 発行前及び発行後レビューの基となる非開示情報及び調査書類を含む内部資料、(4) 当該規制を遵守する目的で実施された手順及び措置、(5) 電子的な記録を含む、評価業務に関連する内外の対話、等について適切に記録しなければならない</li> </ul>
利益相反及び情報の機密性	<ul style="list-style-type: none"> <li>外部評価機関は現実の又は潜在的な利益相反についてわかりやすい方法で特定・排除・管理・開示しなければならない</li> <li>外部評価機関による評価業務に係る手数料は発行前及び発行後レビューの結果に左右されてはならない</li> <li>評価業務に携わるアナリスト及び従業員等は守秘義務を遵守しなければならない</li> <li>外部評価機関は、評価業務に携わるアナリスト及び従業員等が、(1) 詐欺、盗難、誤用から資産及び情報を保護するための必要な措置を取ること、(2) 発表済及び発表予定の発行前及び発行後レビューに関連する情報を、評価を要請した発行体以外の組織等に開示してはならないこと、(3) 評価業務以外の目的で機密情報を使用及び共有してはならないこと、を確保しなくてはならない</li> </ul>
その他のサービスの提供	<ul style="list-style-type: none"> <li>外部評価機関が評価業務以外のサービス提供を行う場合、当該サービスと評価業務に関連する利益相反を起こしてはならない</li> </ul>

(出所) European Commission, "Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on European Green Bonds," July 6, 2021, pp.34-39、より野村資本市場研究所作成

例えば、一般的な原則の要件においては、外部評価機関はシステム、内部統制の仕組み等について、適切性と効率性を監視し、最低でも年次で評価を実施することが求められている。シニアマネジメントの要件においては、金融サービス及び環境に係る十分な専門性を有し、必要な知識及び能力のある従業員によって外部評価が実施される体制を整備しなければならない。評価業務に携わるアナリスト等の人員については、評価業務に対する知識と経験を有することが必要とされている。コンプライアンス部門の要件では、効率的なコンプライアンス機能の整備と維持が求められると共に、コンプライアンス部門による監督機関又は管理機関への直接報告を可能にすることが求められている。

他方、グリーンボンドの資金使途のタクソミーとの整合性評価について、投資家に対する透明性を向上させることを目的として、発行前及び発行後レビューの評価手法及び情報の開示が求められている。また、評価業務の外部委託は認められているが、当該外部委託が内部統制の質及びESMAによる監督を阻害しないように留意しなくてはならない。

これらに加えて、外部評価機関は独立性を確保するために、利益相反を回避すると共に、利益相反の状況を管理しなくてはならない。さらに、外部評価機関は、評価業務のプロセスにおいて、独立性を脅かし得る事柄を記録することが求められている。

ESMAはEUにおける信用格付会社に関する登録、監督等の権限を有しているが、本制度設計についても、利益相反に関連する項目等、信用格付会社に関する仕組みと類似する面がある。今後はこうした既存の信用格付会社に対する枠組み等も参考にしながら、制度整備が進む可能性がある。

## 5. 各種レポーティングを通じた透明性の確保

EU GBSでは、グリーンボンドの透明性を確保すべく、各種情報の開示に加え、前述のとおり、多くの開示書類において外部評価機関によるレビューを求めている（図表5参照）。

一方、EUグリーンボンド（EuGB）ファクトシート、年次配分報告書、発行後のレビュー・レポート及びインパクトレポートについては、EU GBS規則案の付属文書<sup>31</sup>の中のテンプレートに規定された標準的な開示要件に準拠する必要がある。また、これらの開示書類は、発行体のウェブサイトのEuGBと明示されたセクションで債券が満期を迎えるまで開示及び維持される必要があるとされた。そして、これらの開示書類は、発行体の当局に開示後遅滞なく通知し、開示後30日以内にESMAにも通知する必要があると示された。

<sup>31</sup> European Commission, “Annex to the Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on European Green Bonds,” July 6, 2021.

図表 5 EU GBS で求められる情報開示

項目	詳細
EU グリーンボンド (EuGB) ファクトシート	EuGB は、EuGB ファクトシートの事前公開後のみ、EU で公募することが可能。規則案に基づく、EuGB ファクトシートは、グリーンボンドに関連して既に活用されているグリーンボンド・フレームワークと類似点がある。発行体は、EuGB ファクトシートに外部評価者による発行前評価が肯定的な見解となっていることを含まれていることを確認する必要がある。EuGB ファクトシートは規制情報となる予定であるため、EU 目論見書で参照し、組み込むことが可能
年次配分報告書	調達資金が全額配分されるまで毎年公表され、EuGB の調達資金が必要に応じて配分されていることを実証するため、基準年末から3ヶ月以内に公表する必要
発行後のレビュー・レポート	発行体は最初の配分レポート及び全額配分された際のレポートについて外部評価機関によるレビューを受ける必要がある。発行後のレビュー・レポートでは、資金配分が EU GBS の規定に基づいているか、EuGB ファクトシートに示された資金使途に適合しているかに関する評価を行うことが求められる
インパクトレポート	発行体は、調達資金の全額配分後及び債券の満期まで少なくとも1回、調達資金による環境へのインパクトに関するインパクトレポートを作成する必要がある
目論見書	目論見書が EU 目論見書規則に従って公表される場合、目論見書は資金使途のセクションは EU GBS に沿って示すことが求められる

(出所) “The Proposed EU Green Bond Standard – Will This Transform the Market for Green Bonds?” Lexology, July 12, 2021、より野村資本市場研究所作成

なお、ICMA の GBP (2021 年 6 月改訂版) では、レポートニングについて、(1) 発行体は、資金使途に関する最新の情報を要因に入手可能な形で開示し、それを続けるべきであり、またその情報は全ての調達資金が充当されるまで年に一度は更新し、かつ重要な事象が生じた場合は随時開示し続けるべき、(2) 毎年更新される報告書には、グリーンボンドで調達した資金が充当されている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が含まれるべき、(3) 透明性を確保すべく、定性的なパフォーマンス指標に加え、可能な場合には定量的なパフォーマンス指標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奨励する、(4) 発行体は、可能な限り、ICMA によるインパクトレポートニングのための枠組みに記載されているガイドライン及びテンプレートを参照及び適用すべき、等の記載がある<sup>32</sup>。ただし、EU GBS 規則案で示されたような外部評価等について、レポートニングのセクションでの記載は特に含まれていない。

## II 今後の展開

EU GBS 規則案は、基本的にはこれまで欧州委員会で検討されてきた内容をベースに策定されており、特にサプライズはないが、EU タクソノミーとの整合性や外部評価に関する厳格化を含めて全般的にこれまで世界の金融市場で最も浸透しているとみられる ICMA の GBP 等に比して厳正な内容になっている。これは、グリーンウォッシュを回避し健全なサステナブルファイナンス市場の発展を目指すとともに、温室効果ガス削減目標の確実な達成に向けてコミットする EU のスタンスが反映されたものと解釈される。

EU GBS をめぐる今後のスケジュールについて、欧州委員会が提案した EU GBS 規則案は、EU の立法プロセスの第 1 歩に過ぎず、拘束力のある法律になるまで 1 年半以上を要

<sup>32</sup> International Capital Market Association, “Green Bond Principles,” June 2021, p.6.

するとの見方がある<sup>33</sup>。また、法律が施行された後、30 ヶ月の導入期間を経て、全面的施行との時間軸が想定されている<sup>34</sup>。

今後の EU GBS をめぐる主な論点としては、（1）発行体による EU GBS の活用度合いや方法、（2）EU GBS による環境的課題解決への寄与度、（3）外部評価に関する規制・監督の流れ、が挙げられる。

1 点目について、EU GBS は今後、EU を中心とした発行体により活用に向けた準備、検討が進められるとみられるが、どれだけ浸透するかは金融市場参加者にとって理解可能性、利便性がどの程度確保されるのかにも依拠するとみられる。とりわけ EUタクソミーとの整合性を求められている点について、発行体にとって実務面で過度な負担にならないか<sup>35</sup>も注目される点である。

その一方、EU GBS の策定を通じて、発行体にとってはより厳格な基準に沿ったグリーンボンドを発行できる選択肢が与えられたとも解釈される。グリーンボンドは近年、発行体数、発行額ともに増えているが、投資家がより環境、社会及びガバナンス（ESG）や持続可能な開発目標（SDGs）関連の取り組みを強化し、より厳格に銘柄を選別する動きも散見される。このような状況下、発行体が自らの環境関連の取り組みへのコミットメントや実効性を投資家に示し、他の銘柄と差別化するために、EU GBS に準拠したグリーンボンドの発行を選択することもあり得る。なお、発行体が敢えて厳格な仕組みを選択した事例として、鉄道建設・運輸施設支援機構が挙げられる。同機構は 2019 年 2 月、日本国内で初めて CBI からの認証を取得したことを明らかにした<sup>36</sup>。その背景として、（1）発行体、投資家ともに SDGs への取り組みを強化する機運が高まっていること、（2）欧州を中心にタクソミーの必要性とともに、その原則や判断基準について厳格化する動きが高まりつつあること、を踏まえ、将来的にも多額の資金調達を予定しており、世界的な環境変化や潮流も踏まえて、最も厳格な認証を受けることが望ましいと判断したと明らかにしている<sup>37</sup>。

2 点目について、EU GBS では、発行体に対してインパクトレポートの作成・開示を求めている（図表 5 参照）。EU GBS は EU におけるサステナブルファイナンスに関する取り組みの 1 つではあるものの、EU GBS を通じてどの程度温室効果ガス排出量削減等のインパクトが創出され、EU が掲げる環境目標達成に寄与するかは注目される点である。

<sup>33</sup> “The Proposed EU Green Bond Standard – Will This Transform the Market for Green Bonds?” Lexology, July 12, 2021.

<sup>34</sup> Institutional Shareholder Services, “The EU Green Bond Standard: Key Elements and a Roadmap for Bond Issuer,” July 15, 2021.

<sup>35</sup> 例えば、EUタクソミーについて、「気候変動対応に関連した欧州委員会の分類基準の細則案だけでも 500 ページ超にも上るため、その実装や運用、検証等には相応の負荷がかかることが見込まれる」との指摘がある。（磯部昌吾「環境面でサステナブルな経済活動を分類する EUタクソミー—分類基準の概要と金融規制等における利用—」『野村サステナビリティクォーターリー』第 2 巻第 1 号〔2021 年冬号〕）

<sup>36</sup> 鉄道建設・運輸施設整備支援機構「国内市場で初となる国際認証を取得した『サステナビリティファイナンス』による資金調達を行います」2019 年 2 月 20 日。

<sup>37</sup> 鉄道建設・運輸施設整備支援機構による CBI からの認証取得の詳細については、江夏あかね「低炭素交通関連のグリーンボンド等の現状と注目点—気候債券イニシアチブ（CBI）の認証気候債に焦点を当てて—」『野村資本市場クォーターリー』2019 年春号、1-14 頁、を参照されたい。

である。ICMAのGBP、CBIのCBSをはじめとした既存の原則等とEU GBSは、異なる特徴を有している。そのような中、基準の厳格性を含めてどのようなアプローチがインパクト創出に最も寄与するか等について、ある程度の時間を要するとみられるもののしっかりと検証し、今後のサステナブルファイナンスに関する政策、取り組み等に活かされることが望まれる。

3点目について、EU GBSでは、ICMAのGBPとは異なり、外部評価の取得の義務付けとともに、外部評価機関のESMAへの登録も求められている。例えば、グリーンボンドの外部評価機関の規制監督については、中国人民銀行と中国证券监督管理委员会が2017年12月、グリーンボンド認証機関に求められる資格や認証方法等を定めたグリーンボンドの認証機関に関するガイドラインとして「グリーンボンド評価認証行為指針<sup>38</sup>」を公表し、その後、同ガイドラインの管理運用機関であるグリーンボンド標準委員会が2021年9月、「グリーンボンド評価認証機関市場化評議操作細則（試行）」及び評価基準・関連材料リスト<sup>39</sup>を公布する等の動きが見られる<sup>40</sup>。さらに、広い意味でのESG評価機関をめぐっては、世界の金融市場監督当局で構成する証券監督者国際機構（IOSCO）が2021年7月、規制当局に対してESG評価・データ及びその提供機関についてより注意を払う等の検討を求める提言が盛り込まれた市中協議文書を公表したほか、ESMAや英国、フランス、オランダの当局等も同様の問題意識を明らかにしている<sup>41,42</sup>。EU GBSも通じて示されたような規制当局による外部評価機関への関与の流れは、グリーンウォッシュを回避し、健全なサステナブルファイナンス市場の育成を目的として、各国・地域で続くと見られ、それぞれの規制監督の内容が注目されることである。

グリーンボンド市場で存在感があるEUによるグリーンボンド基準（EU GBS）策定の動きは、世界のグリーンボンド市場の今後の発展に影響を及ぼす可能性もある。発行体、投資家等金融市場参加者の見方や、政策としての実効性等も含めて目が離せない状況が続くと想定される。

<sup>38</sup> 中国人民銀行・中国证券监督管理委员会「完善绿色债券认证制度 推动绿色债券市场持续健康发展」2017年12月27日、中国人民銀行・中国证券监督管理委员会「《绿色债券评估认证行为指引（暂行）》」中国人民银行、证监会公告〔2017〕第20号」。

<sup>39</sup> 绿色债券标准委员会「关于发布《绿色债券评估认证机构市场化评议操作细则（试行）》及配套文件的公告」2021年9月24日、绿色债券标准委员会「关于开展绿色债券评估认证机构市场化评议有关事项的通知」2021年9月24日。

<sup>40</sup> 中国のグリーンボンド市場の詳細については、関根栄一「急成長する中国のグリーンボンド発行市場の政策・法的枠組み」『野村資本市場クォーターリー』第22巻第4号（2019年春号）、19-34頁、江夏あかね・関根栄一・宋良也「中国のグリーンボンド市場」『野村資本市場クォーターリー』第22巻第4号（2019年春号）、35-47頁、江夏あかね「存在感を増すESG評価・データと規制当局の関与の検討—信用格付けの歴史から得た教訓—」『野村サステナビリティクォーターリー』第2巻第3号（2021年秋号）、を参照されたい。

<sup>41</sup> International Organization of Securities Commission, “Environmental, Social and Governance (ESG) Ratings and Data Products Providers: Consolation Report,” July 2021; Autorité des Marchés Financiers (AMF) and De Autoriteit Financiële Markten (AFM), “Position Paper: Call for a European Regulation for the Provision of ESG Data, Ratings, and Related Services,” December 15, 2020; European Securities and Markets Authority, “ESMA Calls for Legislative Action on ESG Ratings and Assessment Tools,” January 29, 2021; Financial Conduct Authority, “Enhancing Climate-Related Disclosures by Standard Listed Companies and Seeking Views on ESG Topics in Capital Markets,” June 2021.

<sup>42</sup> IOSCO等によるESG評価・データに関する検討の詳細については、江夏あかね「存在感を増すESG評価・データと規制当局の関与の検討—信用格付けの歴史から得た教訓—」『野村サステナビリティクォーターリー』第2巻第3号（2021年秋号）、を参照されたい。